

世界14次重大金融危机透视

JINRONGWEIJI TOUSHI

汪大海 等编著



近四百年来世界究竟有哪些重大金融危机？究竟是什么原因导致这些重大金融危机的发生？为何每次金融危机都使受害国面临着冲击和困境。谁又是国际金融危机的罪魁祸首？政府和国际组织又是怎样应对和博弈的？此书将深刻透视、解析全球历次重大金融危机的种种原因。



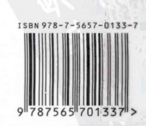
中国传媒大学出版社

世界**14次**重大

金融危机

JINRONGWEIJI TOUSHI 透视

荷兰“黑色郁金香”（1637年）
南海泡沫（1720年）
美国经济大恐慌（1837年）
美国银行危机（1907年）
大萧条（1929年）
美国战后的“滞涨”危机（1973～1975年）
“黑色星期一”（1987年）
日本经济危机（20世纪90年代）
墨西哥金融危机（1994年）
东南亚金融危机（1997年）
俄罗斯金融危机（1997年10月～1998年8月）
互联网泡沫、安然破产引发的危机（2001年底）
阿根廷金融危机（2001年12月）
美国金融海啸（2007年4月至今）



ISBN 978-7-5657-0133-7
9 787565 701337 >

定价：29.00元

世界14次重大金融危机透视

汪大海　何立军　甄 磊　编著



中国传媒大学出版社

图书在版编目（CIP）数据

世界14次重大金融危机透视／汪大海，何立军，甄磊 编著．—北京：中国传媒大学出版社，2011.1
ISBN 978－7－5657－0133－7
Ⅰ.①世… Ⅱ.①汪…②何…③甄… Ⅲ.①金融危机—经济史—研究—世界 Ⅳ.①F831.9②F831.59
中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第261488号

世界14次重大金融危机透视

编 著 者：汪大海　何立军　甄　磊
责任编辑：王　进　崔　龙
责任印制：曹　辉
封面设计：千山文苑
出 版 人：蔡　翔
出版发行：中国传媒大学出版社（原北京广播学院出版社）
社　　址：北京市朝阳区定福庄东街1号　　**邮编**：100024
电　　话：65450532或65450528　　**传真**：010－65779405
网　　址：http：//www.cucp.com.cn
经　　销：全国新华书店
印　　刷：北京今朝印刷有限公司
开　　本：787×960 毫米　1/16
印　　张：12.5
字　　数：157千字
版　　次：2011年1月第1版　2011年1月第1次印刷
ISBN 978－7－5657－0133－7/F·0133　　定价：29.00元

目录

目录

目录

前言

Qianyan

时间已步入2011年，距美国金融海啸也已近四年，世界经济已现曙光，但在那段时间中，您若在网络的搜索引擎中搜索"金融危机"一词，将能找到相关网页约4000多万篇；搜索"经济危机"一词，将找到相关网页约1600多万篇。"金融危机"与"经济危机"，俨然成为不折不扣的焦点话题。

从历史上最早的"黑色郁金香"，到1929年经济大萧条，再到2007年开始的美国华尔街金融海啸，金融危机如幽灵般与市场经济如影随形，相生相伴。随着全球自由市场制度的逐渐成熟，金融危机以及交织在一起的经济危机发生频次渐多，两次危机的间隔越来越短，危机发生规模和强度越来越大、蔓延方式越来越多样化、波及范围越来越广阔、造成的危害也越来越严重。

面对金融危机的肆虐，世界各国的政府、企业及社会公众都在积极寻找对策，可谓"八仙过海，各显神通"。然而，每个国家都有特殊国情、经济模式、生存方式、文化习俗以及政权架构，应对金融危机的策略在表面上看起来是一种应对手段的不同，实质上却折射出内在价值选择的差异性。

它代表着一种具有强大威力的社会意识形态分歧。正是这个看不见、摸不着的幽灵，代表着人类的灵魂、价值、差异和智

慧，将世界进行了鲜明的国别分割，同时又让彼此之间发生微妙的耦合，让人类在重大抉择时呈现差异。14次全球金融危机的不同应对，不正是这一神秘幽灵游荡的写照吗？

全球金融危机成就了资本主义的经济史、发展史和社会史，它反映出人类寻求发展的欲望，它让各国政府在"自由市场"和"政府管制"之间徘徊。然而，世界文明的冲突伴随始终，但融合大势所趋。随着社会发展，信息化、网络化、全球化交织，人类文明不断提高，文明的冲突加剧并发生融合的趋势。世界历史的多次金融危机，一步步地拉近了世界各国的距离，彼此更加相互依赖，追求合作共赢。经济全球化狂潮席卷世界，网络化经济相互依赖，这种需要公平透明、合作参与的国际惯例为支撑，也需要政治学巨擘塞缪尔·亨廷顿所提到的"维护世界安全则需要接受全球的多元文化性"为基础。

从历史上第一次金融危机（或者经济泡沫）发生，一直到当前金融危机肆虐全球，我们发现，随着自由市场制度逐渐成熟，金融危机（部分被包含或者交织在经济危机中）发生频次渐多，两次危机的时间间隔越来越短，危机发生的规模、强度越来越大、蔓延方式越来越多样化、波及范围越来越广阔、造成的危害也越来越严重。此外，随着全球化进程不断加快，局部性金融危机也往往在很短时间内迅速演化为跨区域的、大范围的、甚至是全球性的金融危机。2007年开始的由美国次贷危机引发的全球金融风暴就是最真实的写照。

一个容易被证实的结论就是，金融危机周期性循环已经逐渐演变为经济社会发展的常态化模式。

通过对全球14次金融危机的梳理，我们发现，金融危机和经济危机如同孪生兄弟，关系密切。金融危机和经济危机共同具有周期性演变规律，金融市场的格局在一轮又一轮的经济周期中不断变动，从而推动了世界经济的发展。

金融危机让人类屡遭劫难，昔日含辛茹苦积累的财富瞬间蒸发，消失殆尽，眼前的生产生活都无法继续，人们对未来失去信心。危机似乎源于人类自身的贪婪，这个结论无法给我们一个理性的交代，事实果真如此吗？

历史上数次金融危机表明："资本逐利的本性与人性贪婪的抗争与博弈从来没有停止，也不会停止。资本逐利和贪婪的本性附着在人身上，就表现为人性的贪婪，这贯穿了整个资本主义发展史。"

然而，无论是资本还是人性的贪婪如何叠加，财富创造和分配有国别分割和差异。金融（经济）危机总与资本主义国家发展战略有着天然的相关性。

金融危机的实质，"货币战争论"以及"世界经济大循环"理论至少都说明：金融危机实质是一场强国资本掠夺的阴谋。正如有学者所言："债务帝国和虚拟经济的本质就是掠夺。债务帝国和金融资本的虚拟经济，其本质就是通过不等价交换、空币和恶意赊账等剥削、偷窃手段对全世界进行财富掠夺的霸权主义经济，它是一种文明的罪恶，它把不劳而获发展到了极致。"

发达国家通过金融工具掠夺它国成果维持"繁荣强大"。在经济市场化、全球化时代，金融运作变成资本运作最高形式，金融资本成为资本主义最高存在方式。

从宏观经济学的视角剖析金融危机的爆发，究竟是市场失灵还是政府失灵？也许这个问题很难回答清楚，但次贷危机爆发以来，人们对"市场失灵"的认识重新被唤醒。

绝大多数学者都认为，政府必须加强对金融创新的监管，特别强调金融衍生产品的发展不能脱离其实际资产基础。过去10多年来金融市场上的自由市场资本主义发展过头了，美国一些"救市"举措——金融机构国有化意味着走向正确的发展道路。因为政府注资必然加强监管，金融机构管理层的天价薪酬可以重

归地面，金融机构财务报表将更加透明。持有这类观点的人还认为，在一定程度上，美国资本主义的自由市场制度正在借鉴社会主义的发展模式。

但也有完全相反的观点指出，正如大萧条的爆发不是“市场失灵”而是“政府失灵”；“政府失灵”同样在金融危机的形成与爆发中扮演重要角色。

由此，很难说清楚本次金融危机的爆发到底是“市场失灵”还是“政府失灵”，更容易理解和接受的是“两类失灵都有”，而且应该是相互交织呈现，两者可谓一体两面。

历次金融危机都反映出，自从有了资本主义的市场制度，“市场失灵”与“政府失灵”一直交织呈现，交替上演，政府角色也一次又一次变换，政府职能也在经受着不间断的挑战和考验，政府存在的价值伴随着危机的周期性循环不断得到重塑。

金融海啸席卷全球，全球经济遭遇了巨大损失，很多国家付出惨痛代价。如何化解全球金融危机冲击，创新发展模式，成为国际社会关注的热点。

次贷危机爆发的直接原因是由于美国的投资银行及部分商业银行、房地产开发商以及信用评级机构贪婪的追逐自身利益最大化，不惜越过道德底线，不顾借款人实际还贷能力而疯狂发放贷款，“两房”等把危险贷款通过ABS（资产抵押证券）等卖给金融市场，金融市场在经过一系列的风险嫁接和转换后，最终泡沫坍塌，市场崩溃。次贷问题、金融衍生品等金融创新工具的开发普遍被认为是祸根。然而，这并没有触及问题的实质。这些只是细枝末节的技术问题，更深层次地剖析，要从美国主导的全球金融市场秩序和金融市场风险监管的滞后与缺失等方面深入探究。应对这场危机，或者说防范类似危机的再次发生，关键还是要改革目前的国际金融秩序，建立全球金融风险监管的国际标准来进行治理。

有学者提出创造世界货币，用日元或者欧元代替美元，这恐怕行不通。在信用货币体系下，储备货币发行依靠富于弹性的、可持续的赤字创造机制，储备货币发行国需要具备强大的经济实力、金融实力、政治实力和军事实力，这四个条件缺一不可。目前日元、欧元都不具备这样的条件。还有一种观点呼吁人民币代替美元，成为世界货币。在华尔街日报的网站上曾有一篇文章《21 世纪的布雷顿森林体系》，它指出，当年负债累累的英国请求美国人领导建立了布雷顿森林体系，今天美国应该扮演英国的角色，而中国应该扮演当年美国的角色。在目前看，这种观点简直是异想天开，即便中国乐意将人民币升级为世界货币，但美国在短时期内也不会认同。

次贷危机爆发以来，世人对“市场失灵”的认识重新被唤醒了，这在一定程度上意味着萧条经济学——凯恩斯主义经济学的复归。

金融危机的发生，对政府的治理水平构成了巨大挑战。政府不得不通过一些快速而有力的举措拯救危机，拯救那些濒临破产的投资银行、商业银行、证券机构等关乎金融市场存活的金融机构，拯救关乎国家经济稳定和安全的房地产公司以及其他的大型企业，帮助大量失业的人群以及那些缺乏基本社会保障、嗷嗷待哺的社会弱势群体渡过难关等等。

此外，政府还必须深刻反思：一场危机所暴露出来的深层问题，这些问题到底是怎么来的？为什么有些问题历经一次又一次的金融危机依然存在？政府究竟应该通过什么途径，采取什么方案来解决这些问题？似乎永远有无穷多的亟待解决的国际国内的经济、政治与社会问题，似乎很难找到一个优越的治理体制或者治国救世的灵丹妙药。

一场围绕“市场失灵”与“政府失灵”关于危机爆发根源的争论还没有结束，另一场关于坚持“自由市场自我治理”还是采

用“凯恩斯主义政府干预”的应对危机的策略讨论刚刚开始。这是一个关于国际范围内“自由市场制度”和“凯恩斯主义”的学术争论，也是金融危机背景下具体应对策略思考，又是一个社会信仰以及深层意识形态的分歧。

14次全球重大的金融危机，让我们对资本主义几百年发展历程有了一次系统回顾与深入反思，我们看到了人类文明发展脉络中的“冲突与融合”，也看到了中华民族文明复兴的希望，以及世界多元文明和谐、共融、共同发展的战略契机。

前方的道路依然漫长，然而，前方曙光再现！

“郁金香狂热”——历史上有记载的第一次金融投机泡沫

第一章
荷兰“黑色郁金香”
(1637年)

TOUSHI





“郁金香危机”已经过去300多年了，可只要翻翻证券交易史、股票知识一类的图书，都可以发现有个专门词汇“郁金香狂热”，它几乎成为“泡沫经济”的代名词。这场危机与股市、现代金融虽然没有直接关系，但当我们审视现今的金融危机，不免在回望历史中找到相同的印记。

“带刺”的荷兰国花

荷兰，位于欧洲西部。是世界上经济最发达的国家之一。历史上荷兰只是尼德兰王国一个最大的省，古代中国就称其为“荷兰”，该称呼一直沿用至今。

提起荷兰，我们的脑海中自然闪现出几个关键词：“欧洲的花园”、“鲜花之国”，“郁金香”——荷兰的国花，它作为荷兰主要的出口观赏作物，现已成为荷兰经济命脉之一，与“风车”并称为荷兰的象征。

关于荷兰国花的由来，就要追溯荷兰的发展历程了。可以说，15世纪末的地理大发现，给欧洲带来前所未有的商业繁荣，也为荷兰提供了成就商业帝国的历史性机遇。1588年，荷兰联省共和国宣布成立，这是一个在人类历史上前所未有的国家，历史学家们评论说，它是世界上第一个“赋予商人阶层充分的政治权利的国家”。1602年，在共和国大议长奥登巴恩维尔特主导下，就像创造了一个前所未有的国家一样，荷兰人又创造了一个前所未有的经济组织——荷兰联合东印度公司。

经过荷兰人的扩张经营，到了17世纪中叶，东印度公司已经拥有15000个分支机构，贸易额占到全世界总贸易额的一半。悬挂着荷兰三色旗的10000多艘商船，游弋在世界的五大洋之上从事海上贸易活动。1648年，荷兰达到了商业繁荣的顶点。荷兰

联省共和国牢固地建立起全球商业霸权。

历史的安排总是非常巧合，但背后却又有着无可辩驳的逻辑。“狂热”这个词似乎生来就是人类的本性因子之一。真正的荷兰郁金香历史还得从16世纪一位名叫克卢修斯的园艺学家开始。克卢修斯是维也纳皇家花园里的一名园丁，他千方百计从出使土耳其的奥地利大使那里，得到了原产亚洲的美丽的郁金香，并带着郁金香来到了荷兰。很快，克卢修斯使这种花遍及了荷兰各地。当时荷兰的特殊商业背景和国情，催生了后来的“郁金香狂热”。也许是历史的有意安排，在这场“郁金香狂热”之后，曾被灼伤过的人们，终究抵挡不住它的美丽芳姿，荷兰国花选择了郁金香。

诚信催生世界上第一只股票

1531年，世界上最早的证券交易首创于比利时安特卫普——世界砖石之都，随后欧洲金融业兴起。但是1609年，在荷兰阿姆斯特丹，世界上第一个正式的股票交易所——阿姆斯特丹证券交易所，在该市的内达姆广场四周诞生。它以金融股票为主业，外国股票占有相当高的比例。

现实往往眷顾历史，2000年9月，有着辉煌历史的阿姆斯特丹交易所，与巴黎交易所以及布鲁塞尔交易所正式公布合并，形成全球第一个跨国境、单一货币（欧元）的泛欧股票交易所。

阿姆斯特丹证券交易所1609年成立后，第一个可上市交易股份公司就是荷兰东印度联合公司。通过向全社会融资（当企业或公司出现资金周转困难时，可通过借债或发行股票的方式向社会公众和投资机构筹集资金，这样做是一种双赢——既可以使公司获得资金以进一步发展，又可使投资者获得相应利益报酬）的



方式，荷兰东印度公司成功地将社会分散的财富，变成了自己对外扩张的资本。建立东印度公司的目的就是为了派遣商船前往南洋，通过买卖交易换回当时欧洲没有的货物，如瓷器、香料、纺织品等等。当时，这些物品在欧洲可以卖到很高的价钱，但是没有人能单独提供大笔巨资作为船队航海和贸易的费用。这些资金从哪里来呢？无疑社会的巨大零散财富还是存在于民众的手里，可荷兰民众凭借什么信任东印度公司而愿意把钱交给它使用呢？

荷兰人素有诚信的传统和文化，比如历史上就有荷兰船商在海上遇到危难，宁可饿死病死以致数人殉难，也不动用商船中客户食物、药品的美誉。但更为重要的也许不仅仅如此。实际上，荷兰政府也是东印度联合公司的大股东，加上船队贩运回来的货物有可能一年比一年值钱，他们有颇丰的利润可图，对于购买了东印度公司股票的人而言，所获利润既可以以黄金、货币或者货款的形式支付，也可以直接用香料支付。因此，当时的人们对东印度公司是非常信任的，纷纷大量地购买它的股票。这样一来，世界第一只股票就成功地完成了它们所肩负的伟大使命。

也正是这样，荷兰人成为现代商品经济制度的创造者——他们将银行、证券交易所、信用以及有限责任公司等有机地统一成相互贯通的金融和商业体系。当然，也许也正是源于此，“郁金香狂热”才会也只可能在荷兰爆发，给世界经济历史留下了这一不可磨灭的篇章。

郁金香狂热

17 世纪初，素有“海上马车夫”之称的荷兰成为世界上头号殖民国家。随着殖民帝国的建立，到 17 世纪中叶，荷兰已经建立起来与其殖民帝国身份相匹配的全球商业霸权地位。典型的标

志是赫赫有名的荷兰东印度公司，它的分支机构遍布世界各地，贸易额占到当时世界总贸易额的一半。荷兰的商船在世界五大洋上游弋，昭示着其商业霸权的辉煌。

17 世纪的荷兰，郁金香曾是一种引发重大交易危机的特殊花卉。据说郁金香发祥于天山山脉，土耳其帝国扩张势力之后，发现并成功移植了郁金香。最初在 1610 年，被郁金香的美丽所吸引的主要是生活富裕的花卉植物爱好者，但很快就被大多数人所钟爱。郁金香是一种难以在短时间内大量繁殖的植物，所以在供需严重不平衡的情况下，郁金香的球根从一开始就成为高价商品。加之当时引进的郁金香球根异常地吸引人，于是引起大众抢购，导致价格疯狂飙升。到 17 世纪初期，一些珍品卖到了不同寻常的价格，富人们也竞相在他们的花园中展示着最新奇和最稀有的品种。当郁金香的幼株还在园中生长的时候，其价格已经上涨了几百甚至几千倍。一棵郁金香是 20 个熟练工人一个月的收入总和。

约在 1634 年，越来越多的投机商人把目光盯上了郁金香，他们对于栽培郁金香或是欣赏它的美丽并没有兴趣，只是为了哄抬价格获取巨额利润。此时郁金香的虚幻价值从莱顿传到阿姆斯特丹、哈勒姆等城市，需求量日渐扩大。那些投机商人更是乘机兴风作浪，操纵市场。

两年后，这场投机热达到了高潮。合法的买卖便登堂入室，进了阿姆斯特丹的证券交易所，成了类似于现在的股票期货买卖。荷兰全国各地也都同时出现了郁金香交易市场。有的地方干脆就在酒会上交易，参加者通常有数百人之多，大家一边饮酒一边喊价，场面热闹非常。

据资料记载："1636 年，一棵价值 3000 荷兰盾的郁金香，可以交换八只肥猪、四只肥公牛、两吨奶油、一千磅奶酪、一个银制杯子、一包衣服、一张附有床垫的床外加一条船"，甚至还有



过一个高级品种的球根交换了一座宅邸的纪录。可见，当时郁金香的正常价值扭曲到了极为惊人的程度，整个荷兰的郁金香市场已经形成了一个史无前例的巨大泡沫。

然而，泡沫膨胀必有破灭之时。这就好比当你往酒杯中越来越快地倒入啤酒时，就会产生越来越多的泡沫，这些泡沫很快就会溢出杯外，不一会儿杯中的啤酒就会因为大量泡沫的溢出而迅速减少，只剩下一半或者更少。这就是后来被学者们概括为“啤酒泡沫”的由来。这个比喻很直观，也很形象。

经济泡沫和它的道理一样，啤酒倒猛了，会从杯子里溢出来，剩不下多少酒；经济发展过快，也会出现泡沫，造成通货膨胀。往杯子里倒啤酒和经济发展同理，这个过程必然要形成一定比例的泡沫；没有泡沫的啤酒不好喝，而离开适度通胀的经济也难发展。这个浅显的道理，却让人类付出了不小的代价——1637 年的郁金香狂热投机就是其中的典型案例。

1637 年 2 月，谁也说不清直接的导火索是什么，恐怕应了物极必反之理，这场郁金香狂热急剧降温，花价狂泻不已，交易市场一片恐慌。在泡沫化过后，郁金香的价格仅剩下泡沫时的百分之一。不少商人一夜之间倾家荡产，有些商人签了合同不愿照价付钱，东躲西藏。因为合同票据不可能兑现，导致无法出货又背负债务的人达到 3000 之众。荷兰各大城市交易市场陷入混乱，其中不乏同时身兼债权和债务的人。

当时郁金香交易纠纷诉诸法律的案件剧增，但是在债务人明显没有偿还能力的情况下，也无法寻求法律途径解决。此事态震动了议会和政府，最终政府做出了干预市场、一揽子解决交易纠纷的规定，这一决策使市场暂时避免了崩盘的危机，郁金香狂热时代就此结束。但交易失败的破产者和暗暗窃喜的暴发户却留给人们无限的回味和思考。

博傻理论

“郁金香狂热”事件引起了后人的一些追忆和研究。当时记录郁金香泡沫经济的相关著作除了大仲马的小说《黑色郁金香》和绘画作品之外，几乎没有经济学意义上的研究。直至苏格兰人查尔斯·麦凯在1841年写成《非同寻常的大众幻想与群体性癫狂》，该书后来被《金融时报》评选为十大投资经典之一，作品中将郁金香的泡沫化描述成“大众的集体疯狂而引发的丑闻”。

当时，人们购买郁金香已不再是为了其内在的价值或作观赏之用，而是期望价格能无限上涨并因此获利。当时购买郁金香几乎完全是一种投资行为，市场中郁金香价格不断攀高，人们总是期望有人会愿意出更高的价格来交易。这种现象后来被学者们提炼成为投资的永恒定律——凯恩斯的“博傻理论”。

“博傻理论”指的是在牛市中之所以奋不顾身愿意花高价购买股票，是因为他们预期有一个更大的傻瓜，会花更高的价格把股票接盘买走，这样一来就可以获得更大利益。它即是投机行为背后的深层动机，投机行为能否发生的关键是判断“有没有比自己更大的傻瓜”，只要自己不是最大的傻瓜，那么自己就是赢家。假如没有下一个愿意出更高价格的“下家”，那么你自己就成了最大的傻瓜。“郁金香狂热”可以说正是“博傻理论”最好的注解和现实论据。

“经济泡沫”的诞生

“郁金香狂热”后来变成“经济泡沫”的代名词，但并非是



一个严谨的经济学概念，它起源于民间生活经验。今天，“泡沫”这个词牢固地植根于各种社会科学作品中，并更多地被用作金融动荡的代名词。经济学家们还发明了很多词汇来描述泡沫：“羊群效应”、“郁金香狂热”、“非理性繁荣”等等。

狂热是泡沫的温床，而狂热的产生和“从众心理”密切相关。人非完全理性动物，在一个投资群体中，单个投资者总觉得大家的集体智慧是正确无误的，根据其他同类投资者的行动而行动总没有错，在他人买入时买入，在他人卖出时卖出，即便最后亏本，但一想到其他人也亏本了，也就无所谓了。这就好比日常生活中有一个人白天在大街上跑，结果大家也跟着跑，除了第一个人目的明确外，大家都不知道奔跑的理由。人们有一种从众心理，由此而产生的盲从现象就是“羊群效应”。

国际上系统研究金融危机历史的要数经济学家查尔斯·P. 金德尔伯格，他曾经给泡沫下过一个形象的定义：“泡沫是一种向上的价格运动，超出了扩张的范围，然后导致破裂而爆炸。”每次“股市泡沫”发生过程极为相似：首先在大众狂热中一轮接着一轮地上涨，紧接着似乎所有人都疯狂投入其中，直到人们发现已经到了非常荒谬的价格，于是开始纷纷恐慌，最后噩耗声此起彼伏……而每当泡沫过去以后留给人们的总是恐慌、崩盘、噩耗、金融危机等字眼。

按照人类的正常理性判断来讲，应该不会在一个地方跌倒多次，但事实却并不如此。历史上历次金融泡沫正如它们在现实世界中的字面意思所喻示的一样脆弱，当人们意识到这种投机并不创造财富，而只是转移财富时，总有人会清醒过来，这个时候，某种狂热就该破灭了，留给人们的依旧是深深的刺痛、哀叹、忏悔和久久不能散去的阴影。

愚人的花车

郁金香泡沫经济的瓦解，虽恐慌一时，但对荷兰经济和之后的历史进程的影响如蜻蜓点水一般，在史料上并没看到对其他产业的沉重打击。花卉爱好者继续追求高价的郁金香，有较大影响的则是在精神文化层面。在随后的年月里，加尔文主义开始盛行，人们对郁金香泡沫进行了深刻反思，并出版了多部对郁金香交易者严厉批判的宣传手册。1637 年的报纸也刊登了多张讽刺画调侃这些投机者，其中最有名的包括“愚人的花车”、“疯人帽之花”等。

当时盛行的加尔文主义，是 18 世纪基督教改革后的一个新教派，认为积极投资是一种宗教义务，但投资需要成本，鄙视投机。所以加尔文主义提倡节约金钱以积攒资本，理智投资以避免损失。

也许“郁金香狂热”严重灼伤了荷兰人的心灵，他们一度厌恶郁金香——这个使无数人癫狂，也使无数人破落的魔花，而之后几个世纪再没有类似事件发生。“郁金香狂热”成为人类历史上第一次有记载的金融投机泡沫。此事件和英国的南海泡沫事件、法国的密西西比公司事件并称为近代欧洲三大泡沫经济事件。

幼稚的决断者

今天，再次翻开历史，我们的兴趣不只停留在已有的解读，而更想挖掘当时的荷兰政府在“郁金香危机”事件中的应对之道。



据现有资料介绍，当年荷兰郁金香市场仅一个多月时间就从昔日的火爆场面，变成逼债逃债的地狱。1637年2月24日，花商们在荷兰首都阿姆斯特丹紧急开会决定，在1636年12月以前签订的郁金香合同必须交货，在此之后签订的合同，买主有权少付10%的货款。这个决定没有解决问题，反而加剧了郁金香市场的混乱。买主和卖主的关系纠缠不清，荷兰政府不得不出面干预，拒绝批准这个提议。1637年4月27日，荷兰政府决定终止所有合同。一年之后，荷兰政府通过一项规定，允许郁金香的最终买主在支付合同价格的3.5%之后中止合同。按照这一规定，如果郁金香最终持有者已付清了货款，那么损失可能要超过当初投资数量的96.5%。如果还没有支付货款的话，他很侥幸，只需支付合同货款的3.5%，那么合同供货人就要遭受严重损失了。

在此打击之下，荷兰郁金香投机市场一蹶不振，再也没有恢复元气。不过郁金香一度刺激了花农们的积极性，他们不断改进郁金香的种植技术，开发新品种。郁金香的栽培技术逐渐被广大民众所掌握，产量大幅度增加，价格也逐渐稳定在一个合理的范围之内。美丽的郁金香终于从充满铜臭味的投机市场又回到百花园内，并最终成为荷兰国花。

透视郁金香危机，我们可以看出，当时的荷兰政府实际上面临着市场完全失控的困境，如何扭转危局成为对执政当局和早期市场经济体系的重大考验。当时的荷兰政府采取了强行的行政干预措施，但这个措施显然缺乏充分的调研和论证，加之没有前人的经验可供参考，带有幼稚性，结果也损害了大量市场交易主体的利益，可以说在市场完全失灵的情况下，政府实际上非但没有能充当救世主的角色，有效救市，反而伸出了"有形的大手"，大臂一挥，做出了刚性的仲裁决策。这只"有形的大手"在一定程度上控制了危机的进一步扩散和蔓延，终止了更大程度的社会恐慌，但更在一定程度上隐现出"政府失灵"的迹象。

作为人类历史上有记载的最早投机泡沫经济事件，荷兰“郁金香泡沫”昭示出此后人类社会投机活动，尤其是金融投机活动中的各种要素和环节：对财富的狂热追求、羊群效应、理性的完全丧失、泡沫的最终破灭和千百万人的倾家荡产。当然，荷兰政府在当时特殊的政治、经济、社会和文化背景下，行使调控经济的职能，也为后来的历次金融（经济）危机提供了一些可供借鉴的经验。

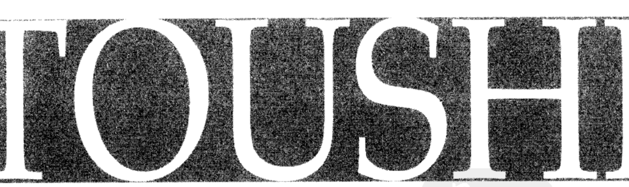
"我能计算出天体的运行轨迹，却难以预料到人们如此疯狂。"

——牛顿

第二章

南海泡沫

(1720年)





继“黑色郁金香”之后，18世纪初叶发生在英国的南海公司泡沫事件，又一次让人们深刻体会到了经济泡沫的巨大危害。从学理上说，英文中的“经济泡沫”和“泡沫经济”都源于这一事件，而牛顿——“我能计算出天体的运行轨迹，却难以预料到人们如此疯狂”——这句名言正是他在南海泡沫破灭后发出的无奈感慨。

作为首例由证券市场过度投机而引起的经济事件，南海泡沫除了在世界经济史上留下浓墨重彩的一笔外，也对英国经济和政治结构造成巨大的震撼，被公认为是现代经济制度演进过程中的早期重大阵痛之一。

白条背后的阴谋

股票这个让现代人魂神激荡的“价值”凭证，至今已有400多年的历史了。1602年，世界上最早的股份有限公司，是历史上名噪一时的荷兰东印度公司，它在世界上第一个发行股票，从此拉开了股票交易的序幕。

17世纪以后，资产阶级革命大规模爆发，手工生产被大机器工业生产代替，产业革命迅猛崛起，商品经济得到极大发展，股票逐渐进入金融和工业领域。股份有限公司因适应大工业生产要求，同时公司的有限责任也规避了风险而迅速发展起来，股票也得到相应地发展。当时的欧洲，由于是近代工业的发源地，扩大生产规模和进行远距离运输以攫取市场等构成了巨额资金需求。银行、运输业急需大量筹集资金，而通过发行股票来筹集资金、建立股份有限公司就成为当时的一种普遍、时髦的方式。

在这样的社会背景下，股份有限公司作为一种企业组织形态很快得到广泛利用，成为资本主义国家企业组织的重要形式之

一。伴随着股份公司的诞生和发展，以股票形式集资入股的方式得到发展，产生了买卖交易转让股票的需求，带动了股票市场的出现和形成，并促使股票市场完善和发展。

如今，股份有限公司已经成为全球任何一个市场经济国家最基本的企业组织形式，而不再是资本主义国家的专利；股票成为企业融资的重要渠道和经济形式，亦是投资者基本的投资方式；而股票的发行和交易成为证券市场最重要的角色。

这已经是现代意义上的股票市场了，而真正追根求源股票的产生要到17世纪。那时欧洲国家为扩展殖民地而连年争战，他们闯非洲、侵南美、掠亚洲，欧洲各国都由此民穷财尽，怎么办？于是它们就开始发行战争债券，还不起就打白条。白条打了之后是要还的，但大多不能及时兑现，于是就发明了原始意义上的股票市场，英文股票 Stock 的本意就是白条。

欧洲人历史上在数学、物理学、天文学等领域多有开创和发明，而商业上更不乏建树和智慧。这些白条是有价值的，就是白条所换来的现金流。从殖民地夺取的金银及其他资源就是白条购买者的财富，很多人都是这样幻想的。第一批人被骗了，买了白条，价格被拉高，再骗第二批人，价格就被拉得更高，再骗第三批，就这样一直骗下去，骗到最后一批，以至最终撑不下去，股市惨跌，白条就成了真正的白条了，一文不值。因没有政府的管束，开放的股市泡沫一波接一波，但暴利的诱惑又使得新一波的泡沫紧接着吹起。南海泡沫事件就是早期欧洲股市疯狂的历史鉴证。

英国国债催生南海公司

英国历史上赫赫有名的南海公司，成立的背景是什么？还得



从西班牙王位继承战争追溯起。18世纪初，西班牙哈布斯堡王朝绝嗣，法国波旁王朝和奥地利哈布斯堡王室为争夺西班牙王位，引发了一场欧洲大部分国家都参与的战事，英国也卷入其中。英国在这场战争中夺走了大量法国殖民地，成功地巩固了它的海上优势，从而走上了海上殖民帝国之路，但是在战争期间，因为耗资庞大，英国政府不得不以6%的高年息四处举债。

国债利息日益沉重，英国政府被压得喘不过气来。而这时候的英国正处于经济发展繁荣时期，长时间的经济增长使得私人资本不断集聚，民间储蓄不断膨胀，但相应的投资机会严重不足，投资渠道也极其狭隘，大量暂时闲置资金等待寻找出路。

1711年，在布兰特·约翰伯爵的策划下，英国政府为向南美洲贸易扩张而专门设立了一家特许贸易公司——南海公司，赋予它众多的优惠，尤其是对南海贸易的特许权，属于垄断经营。所谓南海就是现在的拉丁美洲。自1689年到1714年，英国政府因欧洲战事欠了1000多万英镑的债务，但是到了1718年，英国政府的债务总额已经积累到了3700万英镑之巨。为了迅速筹集还债资金，不堪重负的英国政府做出一个大胆决定：政府担保在年利率为6%条件下，南海公司接手购买政府债券；将公司股票转换为政府债券，并接收全部国债，政府则承诺逐年向公司偿还，而且还由下议院和上议院通过政府与公司交易的议案；于是英国政府利用南海公司大量发行股票，换成钞票，以解眼前之需。

国王买股票——无人幸免的诱惑

实际上，南海公司自成立初期的经营策略就是通过与政府交易，换取经营特权，谋取暴利。它以代英国政府偿付累计发行额将近900万英镑国债为条件，从英国政府那里取得了对南美洲东

西两海岸的贸易垄断权以及在活动区域的立法、司法权和设立军队的权力，这极大地巩固了南海公司对盛产金银的南美洲的贸易垄断权。表面上看起来，利用南海公司足以抵偿国债利息的收益损失，然而当时南美洲是西班牙的殖民地，西班牙政府不允许殖民地和英国人进行贸易，只允许英国人往南美洲贩运黑奴，而且每年只许运一船。所以，南海公司成立之初，根本没有实际收入来源，只能靠西班牙会即刻开放贸易的幻想支撑着。

好在运气的天平开始转向，1714年英国在西班牙王位继承战争中获胜，西班牙政府终于同意开放四个贸易口岸给英国，加上当时“西班牙领地的美洲发现了金矿”、“发现黄金湖”等流言蜚语四处飞散，于是一个美丽的故事开始被南海公司编造出来：当我们的南海公司把工业品运到南美洲海岸，当地的土著就用地下无尽宝藏的秘密和价值百倍的金锭银锭，和我们交换。南海公司的船队将凯旋而归……

这个故事实在太动听了，给那些热衷投资的人们带来了充足的投资理由，甚至引发了英国人的炒股狂潮。巨大的骗局使人们失去了理智，南海公司的股票开始在股市上节节高升。股价从1719年的114英镑飞涨到1720年7月的1050英镑。股票热使“政治家忘记了政治，律师忘记了法庭，贸易商放弃了买卖，医生丢弃了病人，店主关闭了铺子，教父离开了圣坛，甚至连高贵的夫人们也忘了淑雅和虚荣”。

而真实情况如何呢？实际上南海公司自成立以来一直惨淡经营，在南美的业务额接近于零，清账时实际资本所剩无几。问题的关键是，这样令人惊恐的真实消息没有也不会披露给国内民众。当局者迷，300年前的英国似乎没有人看清楚这一切。

1719年，看到南海公司在股市上异常抢眼，当时英国首席财政大臣桑德兰提出英国政府的国债应该用南海公司的股票来偿还，令人啼笑皆非的是，英国议会竟然在1720年初批准了这一



荒唐提议。于是南海公司获得了除英格兰银行和东印度公司持有的国债之外的价值 3100 万英镑的英国国债包销权。这在股市上又成了一大利好消息，南海公司股票一夜之间由 130 英镑涨到了 300 英镑。如此强劲的表现，极大地刺激了人们的投资热情，而南海公司也通过包括贿赂在内的一切手段来增发新股，并在当年 4 月先后两次获得议会批准增发新股权利，每次各增加 100 万股，每股资本金为 100 英镑，溢价 400%发行。在南海公司股票价格扶摇直上的示范效应下，全英所有股份公司的股票都成了投机对象。社会各界人士，包括军人和家庭妇女，甚至连物理学家牛顿都卷入了漩涡。不可思议的是，国王乔治一世本人也禁不住诱惑买了 10 万英镑的南海公司股票。

人们不在乎这些公司的经营范围、经营状况和发展前景，只相信发行人的鼓噪和宣传，唯恐错过大捞一把的机会。一时间，股票价格全线暴涨，平均涨幅超过 5 倍，在股价最高时，仅南海公司的市值就是全欧洲（包括英国）现金流通量的 5 倍。物理学家牛顿事后不得不感叹：“我能计算出天体的运行轨迹，却难以预料到人们如此疯狂。”

那么市值是一个什么样的概念呢？市值，就是股票的名义价值，股票和普通商品一样，股票的价格由市场供求决定。当发行的股票量固定不变时，购买者增多，就可打破供求平衡，使股票价格上升。

在南海公司股价的暴涨以及 1705 年英国破产立法允许破产商人免责的背景下，许多未经特许的公司一时间纷纷成立并发行股票。这些公司根本没有实际业务，而是依靠借助“公司”这个名头在股票市场上向不明实情的消费者大肆发行股票以获得暴利。一时间，五花八门没有实体的“泡沫公司”大量涌现，极大地刺激了股票市场，当时，不仅是英国，整个西欧掀起了一场惊天动地的股票投机热潮。

制造泡沫的《泡沫法案》

历史总留给人们太多的讽刺或谈资，当人们沉浸在南海公司股票狂热的梦幻时，英国发生了一件鲜为人知的事情。1720年初，南海公司股价迅速飙升，要继续推高股价就需要更多的社会资金涌向南海公司，然而此时的英国正处在第一次工业革命前夕，大量的民间企业同样需要筹集资本，为求发展，民间企业开始背着政府偷偷发行股票。可是，民间企业发行股票会引起股票供给的剧增，这样南海公司的股价就会下挫，进而损害南海公司的利益。南海公司为了和这些企业争夺有限的社会资源，开始大规模活动，他们利用与政府之间的特殊关系游说议会，从而通过了一项“反金融诈骗和投机法”。

这项法案实际上就是1720年6月，南海公司为稳定其股价而极力游说国会通过的《泡沫法案》。而关于这一点，很多人至今都没有弄清楚，“反金融诈骗和投机法”到底是反泡沫的法，还是制造泡沫的法。出台这部法律的目的是制止各类民间“泡沫公司”的膨胀，但具有讽刺意义的是，英国政府没有意识到南海公司恰恰是最大的“泡沫”，南海公司也没料到会搬起石头砸自己的脚。《泡沫法案》的出台使得许多公司被解散，公众开始清醒过来，对股份公司的质疑也逐渐扩展到南海公司身上。

1720年8月初，恐慌和不信任的氛围浓烈，由于传出了南海公司高层人员自己开始抛售公司股票的消息，人们也一股脑儿地抛售南海公司股票。然而，祸不单行，南海公司精心描绘的南美洲业务图景又被证实完全是海市蜃楼，完全是个编造的骗局。股市终于在1720年9月崩溃，整个英国几乎因此破产，许多士绅、富商损失惨重，有的竟一贫如洗。当时英国的报纸对其如此形



容：“破产的人比黑死病的死者还多。”物理学家牛顿毕生积蓄的两万英镑也就此打了水漂。此后较长一段时间，民众闻新兴股份公司而色变，对股票交易心存疑虑。历经长达一个世纪，英国的股份公司和股票市场才逐渐走出“南海泡沫”的阴影。

难以预料的疯狂结局

历史演进总是充满了偶然。一个公司股票泡沫的破灭竟开启了世界现代化的大门。南海泡沫的重要性远远超出了经济范畴，它在审计、法律甚至政治体制方面都留下了浓重的一笔。

因经济泡沫破裂造成的危害甚重，公司破产频发，一般的投资大众也怨声载道，英国国会随即发布了破产公司董事以上的重要人员，一年以内不得离开英国的法令，命令他们编制申报个人所有财产的目录，禁止这些个人财产的转卖。同时，任命了13名调查委员，仔细检查董事的组成及账簿记录。

一场整肃审计不良公司的活动在全英展开，著名的“索布里奇商社账簿检查报告书”，作者查尔斯·斯耐尔是13名调查委员中的一员，而索布里奇商社正是南海公司的子公司之一。在对索布里奇商社的账目进行检查后，斯耐尔于1721年提交了一份对索布里奇商社的会计检查意见。在该份报告中，查尔斯指出了公司存在舞弊行为、会计记录严重不实等问题。议会根据这份查账报告，将南海公司董事们的不动产全部予以没收，其中一位叫乔治·卡斯韦尔的爵士，还被关进了著名的伦敦塔监狱。

作为世界上第一起比较正式的民间审计案例，南海公司事件在审计方面的影响不仅在于留下了“索布里奇商社账簿检查报告书”，还在于形成了英国审计采用法定审计的制度形式。南海公司特殊的资本结构（国债转换为资本），造就的议会主导的对不

良公司的审计制度，对以后英国审计发展的影响是很大的。

除此之外，南海泡沫对于英国的经济法律体系发展也起到了推动作用。《泡沫法案》规定发行股票的非公司类企业必须要按照合伙法来运行，这意味着每一个合伙人（也就是股东）要面对无限责任，并且无论何时，合伙人进行起诉或被起诉时，每一个成员都要被包括在这一法律过程中。同时，不经所有合伙人同意，单个合伙人不得擅自转卖股票。《泡沫法案》1825年被废止。一年之后，股份银行被允许成立。1844年《股份公司注册和管制法案》生效，该法案第一次将公司作为一个独立的注册范畴，这标志着“英国公司法历史上的一个新时代”。

南海泡沫引发的经济、审计、法律方面的变革影响深远，但它最叹为观止之处在于直接促成了英国责任内阁制的诞生，彻底改变了旧有政治体制，并为工业革命创造了重要条件，掀起了世界早期资本主义市场经济的大幕。

南海公司事件的调查揪出了一个惊天丑闻：有半数以上议会议员和几乎全部内阁成员接受过南海公司贿赂，甚至包括了一直居于英国政坛领袖地位的桑德兰！随后，桑德兰在辉格党内的主要政敌沃波尔自然而然被推到了台前收拾残局，沃波尔不但是极少数没有牵连进南海公司案的政要之一，更有善于理财之名。国王乔治一世无力处理乱局，便索性委托沃波尔全权处理，担任临时成立的南海公司案特别委员负责人。沃波尔从财政中筹集到一笔善后募金，并说服英格兰银行和东印度公司承担了部分原属于南海公司的国债，通过善后基金以4%的年利率分10年偿还，终于稳定了局面。

沃波尔的威望由此空前高涨，1721年就任首席财政大臣，1734年成为英国历史上第一任“首相”；具有决定行政事务而不需经过国王批准的权力，责任内阁制由此诞生。它的诞生使人类政治运行结构发生了根本性变化，国家最高权力从此在程序上来



自民选而不是天授，国家政策也不再因国君个人的生命结束而受到影响，对不合格的领导人也可以通过合法程序而不是武力方式予以罢免。

这种政治体制为英国工业革命创造了重要条件，瓦特改良型蒸汽机为工业带来了新的动力，但大规模的机器生产需要巨额的资金，而懂得蒸汽机制造和维修的工场主却大多负担不起如此庞大的金额。恰恰在这个时候，国王“所有权——经营权分离”的措施，给企业界带来了巨大启发，一种把大家的资金联合起来成立“同伙”，再交给专业人士去经营的新型企业组织——公司制企业诞生了！有了这种工业组织，工业革命才得以汹涌蓬勃地开展起来，而工业革命又把英国的先进制度体系通过殖民地推广到了世界各地，使世界步入了工业化的新纪元。

“南海泡沫”之思

在英国南海公司运营的同时，作为法国政府特许的密西西比公司也正在利用证券市场的投机特性哄抬股价，进行金融攫取，最终导致股市暴跌，致使社会经济造成极大的破坏。这便是与“南海泡沫”齐名的“密西西比事件”。在这两起事件之后，泡沫事件与泡沫经济不胜枚举。每次泡沫事件都沉重打击了当时的经济，用于修复投机创伤一般长达数十年之久。人们除了将罪责归咎于官员腐败、公司管理层无能和欺诈之外，更应以史为鉴，探究这类泡沫事件发生的深层原因。

南海泡沫缘于金融运作出新，它通过债券兑换股票的方式化解债务危机。这种金融运作的理论由法国约翰·劳首创。与同期的英国一样，法国政府当年欠下 30 亿利弗尔的国债。这是一个什么度量的数字呢？据记载，利弗尔，其实是法国的一种古货

币，其最初为货币重量单位，相当于一磅白银。“利弗尔”作为货币名称最早出现于查理曼大帝时代。到了1795年，法郎才逐步取代原有的利弗尔作为标准货币在法国流通，并一直延续至今。

在那个时期，除巨额外债以外，货币与资本大量外流、连年歉收和税收减少导致法国政府在18世纪20年代面临着严峻的财政困难。为了化解财政危机，约翰·劳建议允许用国债的票面价值来购买一家贸易公司的股票。由于国债的市场价格还不及其面值一半，所以绝大多数的债券持有人都迫切地想将手中的债券换成公司股票。相应地，法国公债骤然减少，政府兑付债券的压力减缓。

约翰·劳的金融工具创新理论应用的成功，很快为面临同样债务危机的英国所借鉴，南海公司的发迹与政府债券向公司股票转换的金融运作密切相关。如果运用得当，既可以减缓政府兑付债券的压力，也拓展了企业的融资渠道。但是，如果运用不当，企业没有确定的发展前景和业绩支撑，就会形成泡沫。

政府信誉价值为南海泡沫推波助澜。南海公司股票价值的每一次升值将泡沫吹大，都伴随着政府信用的支持。这实际上就是经济学上常讲的信誉的价值，而在各类信誉中，政府的信誉是最高的。

官商勾结在南海泡沫中体现得淋漓尽致。为了与民间企业争夺有限的资源，南海公司等一些特权公司采用不正当手段游说、买通议员们，使议会按照其意愿通过《泡沫法案》。这其实是一种典型的官商勾结行为，只不过最终的结局是搬起石头砸了自己的脚。“泡沫法”使南海公司的股价一路高涨，进一步吹大了“南海泡沫”。

凯恩斯曾说，股票市场是一场选美比赛，人们往往根据他人评判来品评参赛的姑娘。金融市场具有非均衡性，创新运作是金



融市场快速发展的重要推力，但是创新只能在一定规范与秩序中进行。我们知道，市场运行机制是以价值规律为其核心内容的，趋利性与滞后性作为市场机制的内在特性往往会导致整个社会经济的运转失灵。最终使整个国家为此付出了惨重的代价。可见，在市场经济中，政府只有维护好甚至吝惜自身信誉，当好“公证人”，才能对经济的发展发挥促进作用。

南海泡沫给后世留下了深刻的教训，引发了人们的广泛思考，特别是对如何对待金融市场具有重要启示。





“银行想要杀了我，但我将杀死银行。”

——（美）安德鲁·杰克逊总统

“只要我能控制国家的货币发行，我不在乎谁制定法律。”

——国际银行家罗斯柴尔德

第三章

美国经济大恐慌

(1837年)

TOUSHI





1837 年，美国经济恐慌引起了银行业收缩，由于缺乏足够的贵金属，银行无力兑付发行的货币，不得不一再推迟。这场恐慌带来的经济萧条一直持续到 1843 年。这次经济大恐慌的原因是多方面的：贵金属由联邦政府向州银行的转移，分散了储备，妨碍了集中管理；英国银行方面的压力；储备分散所导致的稳定美国经济机制的缺失等因素。

如今，这场大恐慌已经与我们相隔 170 余年了，但回顾历史，我们会发现历史与今天确有惊人的相似。

新总统与大恐慌“相约而来”

1837 年，美国迎来了一位新总统马丁·范布伦，但很遗憾，也迎来了新一轮经济大萧条。在马丁·范布伦宣誓就任美国第八任总统后不久，美国就出现了经济大恐慌。这场恐慌带来的经济萧条一直持续到 1843 年，它对经济、社会造成的损失，几乎可以和 1929 年美国大萧条时期相提并论。由于马丁·范布伦并没有成功地稳定住市场，是与当时金本位制的衰落有着深层联系的。

他在 1840 年的总统竞选中遭遇失败，黯然离去。

金币本位制的危机

在历史上，英国于 1816 年率先实行金本位制，之后主要资本主义国家都实行了金本位制，而且是典型的金本位制——金币本位制。典型的金本位制以黄金充当国际货币，各主要资本主义国家都实行金铸币本位制，金币可以自由铸造、自由兑换、自由

进出口。同时，各国货币之间的汇率主要是由他们各自的含金量比例决定，这是一种严格的固定汇率制。这种国际金本位还有自动调节国际收支的机制。在历史上，曾有过三种形式的金本位制：金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制，其中金币本位制是最典型的形式。到了近代，随着国家信用货币体系的发展，各国都推出了纸币，这种以国家信用为担保的纸币，必须与黄金挂钩。也就是说，货币的发行必须有相应的黄金储备。有多少黄金，才可以发行对应数量的货币。在这种制度安排下，避免了连续不断的通货膨胀。

但是，由于经济的原因，一些国家纸币的过量发行，传统的金币本位制遭遇到了挑战，走上了衰落之路。

当时，美国的许多州银行大量发行纸币，远远超出了他们所拥有的金银的担保能力。当大量的纸币进入市场，同样数量的纸币所能买到的东西少了，物价飞速上涨。在这种情况下，众多的民众根本买不到食物或其他生活必需品，恐慌气氛日甚一日。在这种状况下，民众普遍要求银行以纸币兑换能够保值、增值的金银，这种兑换的需求急剧增加，银行迫于库存的告急，暂停了这种兑换，并委婉地告诉客户：这种暂停兑换是临时的，不必焦虑紧张。但危机仍在继续，许多州银行在暂停纸币兑换金银后关门歇业了，那些仍然开门营业的银行也几乎无业务可做了。众多的商人无法归还银行贷款，更不要想再得到银行的贷款来维持他们的业务，造成众多工厂关闭，大量的人员失业。联邦政府由于银行的倒闭也损失了 900 多万美元。

到了 1837 年，许多银行都危机重重，有的准备歇业、有的业绩大幅下滑，整个社会陷入了恐慌境地。经济恐慌引起银行业规模的缩小，由于缺乏足够的可用于兑付纸币的金银，银行一再推迟兑换的时间。同时，成千上万的人由于经济危机而失去了自己的财产甚至土地。这些让这个年轻国家遭逢了建国以来最严重



的经济恐慌，造成了持续 5 年多的经济衰退，一直持续到 1843 年。

大恐慌的“历史写真”

1825 年，英国发生了历史上第一次周期性经济危机，也是整个资本主义发展史上的第一次经济危机，接着在 1837 年和 1847 年又相继发生了两次经济危机。其中 1837 年的经济危机是英国周期性高涨阶段之后爆发的，这次危机侵袭到工业体系的所有领域，虽然破坏程度不算很严重，但这次危机却在美国历史上留下了“经济大恐慌”的烙印。

1832 年，美国流通领域的货币量为 5900 万美元，到 1836 年快速增长到 1.4 亿美元，4 年增长了 137%。而这些增长的资金大多数流入了房地产行业中。菲利普·霍恩这位历史上非常著名而且富有的投机商，曾经在 1836 年 3 月 12 日的日记中这样写道：

“纽约所有的东西价格都高得离谱。下一年的房租已经上涨了 50%。我为了那一大笔钱而卖掉了房子，这是真的，但我不知道该到哪里去住。离市政厅两英里左右繁华地段的许多房子都涨到了 1 万美元。就连第十一区那里的房子，如今也涨了一倍多。”

据记载，芝加哥一块土地在 1836 年曾经卖到 1.1 万美元，而以后的 1840 年只要花 100 美元就可以买到。但一如早期英伦经营的南海公司般昙花一现，1836 年美国的股票价格也如它当初狂飙的情形一样，一路狂泻，投资人卖不掉手中的持股，那些向银行借贷巨款一心想成为房地产大亨的人则因为过度负债，无能力偿还银行借款。银行的库房一贫如洗，不少存款户的钱也因为银行关门大吉或倒闭而付诸东流。很快地，在现金极度短缺的情况下，人们没有钱买任何东西，整个财政体系濒临瓦解崩溃，造

成1837年美国的经济大恐慌。到1842年，危机发生5年后，美国大部分地区的土地价格终于跌到了谷底。

银行巨头和美国总统的较量

当时，一个巨大的国际银行家家族的外力是造成美国经济恐慌的致命因素。那就是罗斯柴尔德家族，它是地球上最为神秘的一个古老银行家族，一个隐藏在这个世界阴暗面的控制者，一个控制了全球近两个世纪经济命脉的强大金融家族。19世纪，在历史学家的眼里，欧洲有六大强国——大英帝国、普鲁士（后来的德意志）、奥匈帝国、法兰西、俄国——还有一个是谁呢？那就是闻名遐迩的罗斯柴尔德家族！它有一个显赫的外号，就是“第六帝国”。

1837年大恐慌和罗斯柴尔德家族利益相关的一个银行有关，那就是美国第二银行。美国第二银行的前身——美利坚合众国第一银行是1791年由开国元勋之一，宪法起草人之一，美国第一任财政部长亚历山大·汉密尔顿以联邦特许状的形式设立。汉密尔顿与罗斯柴尔德家族关系甚密，早年接受过罗斯柴尔德家族的资金资助。汉密尔顿代表社会上层精英阶级的利益，他始终是美国私人中央银行制度的主要推动者。1791年，美国独立战争后经济凋敝、债务庞大，他强烈建议国会仿照英格兰私有的中央银行模式，成立美利坚合众国第一银行，以履行发行货币的职责。他主张：美国中央银行由私人拥有，私人股权应占70%～80%，政府拥有少量股份，股东按股权设置。

美国中央银行——第一银行成立后，外国资本占到了很大的比例，英格兰银行和“第六帝国”的掌门人内森·罗斯柴尔德成为主要股东。



第一银行的经营是有时限的，联邦特许状的有效期是 20 年。1811 年失效时，赞同延长有效期和废止私有中央银行的两派唇枪舌剑，众议院、参议院表决几乎不相上下，最终以一票之功，结束了第一银行的生命。当时，远在伦敦的内森·罗斯柴尔德闻讯后勃然大怒，他用各种手段施加影响，甚至威胁说："你们有两种选择，要么第一银行授权延期，否则美国将面临毁灭性的战争。"

罗斯柴尔德的威胁没有起作用，但赌咒却应验了。数月后，英美之间爆发了 1812 年的战争。这场战争使美国政府的债务剧增，财政出现了相当的困难。美国第四任总统詹姆斯·麦迪逊迫于形势，于 1816 年在其任内授权成立的合众国第二银行，时效也为 20 年，使命是"减轻 1812 年战争所导致的经济问题"。

"要杰克逊，不要银行。"这是当时安德鲁·杰克逊的重要竞选口号。1832 年，美国第七任总统安德鲁·杰克逊否决了再次授予美国第二银行特许状的法案，因为他认为国会没有建立美国第二银行的宪法权力。像许多西部人一样，安德鲁·杰克逊认为，美国第二银行是一个精英机构，挟国际财阀集团之势，垄断金融业，牺牲普通社会民众的利益，偏袒东部制造业的发展。于是，杰克逊总统的否决得以实施。到了 1836 年，特许状到期，第二银行只能以州行的身份继续经营。至此，美国经济摆脱了信贷监管，同时，安德鲁·杰克逊总统将 1100 万美元的联邦基金存款提出，将这笔款项分别存进不同州的几个银行内，从而加快了第二银行的死亡。

"自由、民众和牛仔"精神获胜了，保守的金融政策随之而去。州立银行纷纷扩大了经营范围，自由发行纸币，引发了西部土地投机和国内的通货膨胀。1836 年，安德鲁·杰克逊签署《铸币流通令》，要求公共土地的买家必须以黄金或者白银支付，试图恢复经济秩序。这个法令有效地消除了赊欠问题，结束了狂热

的土地投机，却突然引发了1837年的经济大恐慌。但1837年的经济大恐慌并非仅仅由上述的原因导致。贵金属由联邦政府向州银行的转移，分散了储备，妨碍了集中管理是一方面原因，但是国际银行方面的压力以及储备分散所导致的稳定美国经济的机制缺失等，这些都是这次经济恐慌很重要的诱因。

1836年，安德鲁·杰克逊总统迫使美国第二银行解散的强硬举措，很快招致了英国方面的严厉报复。英国立刻停止了对美国的各种贷款，罗斯柴尔德银行家族所把持的欧洲主要银行也同时收紧了美国银根。美国陷入了严重的“人为”货币流通量剧减的境地，又加上1837年马丁·范布伦总统虽然在进入白宫之前，已经发现不少严重问题，但他依然沿袭了安德鲁·杰克逊的金融政策。在国际国内的各种复杂因素综合作用下，最终引发了“1837年经济大恐慌”。

“1837年大恐慌”以及后来的“1857年恐慌”、“1907年恐慌”，多次印证了罗斯柴尔德的一句名言：“只要我能控制一个国家的货币发行，我不在乎谁制定法律。”

大恐慌留下了什么

1837年的这场大恐慌与我们相隔170余年了，但回顾历史的那一刻，我们会发现历史与今天确有惊人般的相似，但也给我们留下了太多的困惑。

政府的职能和总统的权力究竟谁大？美国总统权力究竟在多大程度上受到了制衡？作为政府权力的化身，总统安德鲁·杰克逊与以罗斯柴尔德金融集团为代表的银行财团对抗在多大程度上是正义的？实际上，这些问题一直延续到今天也没有得出完满的答案。



在大恐慌过程中，以总统为代表的政府与以银行为代表的金融财团之间的非合作博弈，因为各方都积极考虑自身利益，所以结局对整体并不能带来多大好处，甚至会造成整体性损失，对整个国家经济体造成的毁灭性破坏，以及对社会产生的倒退性冲击和挑战，已经向我们宣示：作为执行国家权力（公民权利）的政府机构在国家经济社会的发展过程中应该扮演的角色和基本的职能。政府并非一个可以直接插手投入生产的经济利益主体，而是一个国家经济发展的发动机和确保国家经济社会稳定健康发展的守护神。政府被动“守夜人”的角色可能并不妙，但是直接掌舵经济航母也是异常危险的选择。





“除非我们拥有一个足以控制信用资源的中央银行，否则我们将经历一场前所未有而且影响深远的金融危机。”

——美国著名金融战略家雅各布·希夫

第四章
美国银行危机
（1907 年）

TOUSH



引人瞩目的信托投资公司

20世纪初，美国铁路和重工业建设获得迅猛发展，电力、汽车、化学等新兴工业崛起。美国经济正处于新一轮迅速上升期，这也让企业对资本的需求如饥似渴。资本的巨大需求迫使美国金融机构与个人投资者大量借债。在这样的社会环境中，有一种名为“信托投资公司”的金融机构格外引人瞩目。其实，信托是随着商品经济发展而出现的。信托，简单说就是一方出钱、一方出力，从而达到双赢，是一种特殊的财产管理制度和法律行为，同时又是一种金融制度，与银行、保险、证券一起构成了现代金融体系。信托业务最早出现于18世纪的英国。现代信托制度是在19世纪初传入美国后得到快速推广和发展壮大起来的。

“信托”主要包括委托和代理两方面的业务内容。委托是财产所有者为自己或其指定人利益，将其财产委托给他人，要求按照一定目的，代为妥善管理和经营；而代理是一方授权另一方，代为办理的一定经济事项。

信托投资公司，它是一种以受托人的身份，代人理财的金融机构。简单地说，这种机构的基本运营模式就是拿别人的钱来进行投资，并从中以提成的方式获得利润。信托投资公司的投资业务大多分为两类：一类是以某公司的股票和债券为经营对象，通过证券买卖和股利、债息获取收益；另一类是以投资者的身份直接参与对企业的投资。这两类业务具有共同的特点：收益高、责任重、风险大、管理复杂。

“信托投资公司”与1907年发生的美国银行危机之间有何关系呢？为什么当时信托投资公司在美国特别引人注目呢？信托投资公司在当时美国的快速发展中带来了什么样的后果呢？

一场精心策划的危机?

当时的美国，由于一系列的历史与现实原因，民众对银行的印象普遍不佳，而美国政府为了拉选票，对银行业的经营也做了较多的限制。19世纪末20世纪初，由州特许经营的信托投资公司作为新兴的金融机构在金融市场上异军突起。它们具有许多商业银行不能经营的投资业务。到1907年，聚集在纽约的信托机构的规模已经越来越大，逐渐掌握了社会的巨额资产。

由于是新事物，政府对其经营活动极其缺乏监管。直接的后果，导致信托投资公司近乎没有限制地过度吸纳社会资金，投资于高风险、高回报的股市与相关行业。加上由于20世纪初的美国正处在经济蓬勃发展的时期，银行贷款利息远远低于信托投资银行的回报，所以为赚取这其中的差价，大多数信托公司以手中持有的股票和债券作为抵押从银行贷出巨款，但其没有保持像商业银行那样的高额现金储备，现金流十分紧张，这种情况极易受到突然挤兑的打击。但是，在“金钱”这个魔鬼的诱惑下，几乎所有市场参与者都怀着侥幸心理在继续“博傻”。

结局令人惊叹：在1907年10月美国银行危机爆发之前，在作为美国银行聚集地的纽约，大约有一半的银行贷款都被信托公司作为抵押投在高风险的股市和债券上。整个金融市场陷入极度投机状态。没有监管的信托投资公司就是那个最开始将经济泡沫吹大的始作俑者。金融泡沫逐渐变大，但却并没有持续多久，一场罕见的金融地震就将它震得粉碎。

早在19世纪末，美国就已建成了全国性的铁路网，在美国西部加州生产的农产品，特别是大麦，通过铁路可直接运输到东海岸大量出口，主要供应英国。当时，旧金山是加州经济重镇，

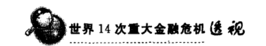
很多英国的银行都在那里开展业务，特别是出口融资方面的业务，虽然许多国家的保险公司也随后大量进入，但英国公司还是占有绝对优势的。

1906 年 4 月，旧金山发生罕见的 7.8 级大地震，地震造成市内多处天然气管道破裂，引发史无前例的大火灾，整个城市几乎化为灰烬。而在当时，旧金山的火险一半以上是英国公司承保的。由于当时世界各国的货币采用的大都是金本位制，英国在国际贸易中也多采用黄金作为支付工具。所以，在旧金山火险赔偿过程中，英国黄金大量流到美国，使得英国通货、信贷收缩，利率急升。为了保持金融市场的平衡，英国银行通过加息的方法吸引欧洲资金尽快进入英国。另一方面，还用其他办法强力限制资金、黄金流向美国。

除此之外，在 19 世纪末 20 世纪初爆发了举世瞩目的英布战争与日俄战争。为弥补战争造成的巨大损失，以英、俄为代表的欧洲各国央行也普遍提高利率，使大量黄金迅速从美国回流欧洲。在国外黄金大量被抽走的情况下，为了对遭受大地震严重破坏的旧金山进行必要的重建，美国国内的巨额资金涌入了加州，并使得作为美国金融中心的纽约也一度出现现金告急的窘状。

华尔街的金融家们也清楚，当时金融市场泡沫已经出现，并且相当严重，只要资金链条出现问题，泡沫就会立即破灭。而当时美国的大量资金都涌向加州，作为全国金融中心的纽约岌岌可危，但当时华尔街的金融家们却近乎迷信的信奉这样一句名言："假如人们普遍预期市场崩溃的话，那么这种崩溃就不会发生，原因是一种自我保护的恐惧感会渗入到市场中来，从而使其变得比较理性。"

然而，在 1907 年，这种说法却被残酷的现实无情地击碎了。从 1907 年春，坏消息就不断地传来：6 月，纽约市政债券发行失败；7 月，铜交易市场崩溃；8 月，洛克菲勒的美孚石油公司被



罚款 2900 万美元；到 9 月，股市已下跌了近四分之一。而到了 10 月份，美国第三大信托公司尼克伯克信托投资公司，因对联合铜业公司收购计划失败而导致了市场传言："即将破产"。后果可想而知，这家信托投资公司遭到了疯狂的"挤兑"。尼克伯克倒下不要紧，它却正式开启了 1907 年的经济危机序幕。

尼克伯克倒闭后，银行机构对于信托投资业产生强烈不信任感，银行要求信托投资公司立即还贷，受到银行和个体投资者两面挤兑的信托公司出于下策，只好到股票市场去筹钱，而借款利息也由此达到了 150% 的天价。银行之间也出现"借款"现象，美国市场资金流动性仿佛一下子停滞了。

流言像病毒一般迅速传染了整个纽约：储户们涌向各家银行，其中一些人甚至带着折椅、食物整晚排队等待银行开门。警察不得不通过发号牌来维持现场秩序，而有些储户因为不堪排队之苦，只好出钱雇人排队，华尔街的"大明星"——高盛公司的悉尼·温伯格当年为赚取 10 美元的日薪就曾加入过这一队伍，忍着饥寒为雇主服务。

道·琼斯工业指数也因此大跌到 57.56 点的最低位，距离历史最高位 103 点相差近 45%，众所周知，美国纽约证券交易所的道·琼斯工业指数通过对上百种股票的定期价格波动研究，来反映整个股票市场的动态，因此，它常被用作观察股票市场变化的晴雨表。10 月 24 日，股市交易几乎陷于停盘状态。

连续的噩耗接连不断，当时包括尼克伯克在内的，参与铜矿股票投机的 8 家纽约银行和信托公司在 4 天之内相继破产，震撼了金融界，并逐渐蔓延。到了 1908 年，美国破产的信贷机构已有 312 家，破产的工商企业也高达 27400 多家。经济危机期间，美国的钢铁生产下降了 38%～40%，整个加工工业下降了 17%。但是恐慌并没有完结，它如同瘟疫般涌向全美乃至全球，一时间引起了很大的金融动荡。《1907 年的恐慌》一书这样评论当时的



情景："全世界处在经济崩溃的边缘，风暴中心是纽约金融区。"

摩根"拯救"了市场

这次银行危机非常严重，但它带来的金融恐慌和经济衰退也是历时最短的一次。原因何在呢？严格地说，美国私人银行家迅速而有效地行动拯救了美国经济。镇痛后的国会在1913设立了著名的美国联邦储备委员会，简称美联储。

从1836年到1913年的77年间，美国经济是在没有中央银行管理下运行的。在此期间，不论是1895年的金融危机，还是1907年的银行业危机，美国无法通过央行发布货币政策调节经济，也没有最后的解困贷款人。一旦出现危机，金融机构可能像多米诺骨牌一样，一家接一家地倒闭。

20世纪初，美国迅猛发展的经济成就了许多富豪，其中最著名的，也是最重要的当属约翰·皮尔蓬·摩根——摩根公司的创始人，现在的摩根士丹利就是1933年从摩根公司中拆分出来的投行。他当时的身价达13亿美元，是名副其实的富可敌国的国际银行家。JP摩根公司早先作为一家英国的商人银行在伦敦建立，在19世纪末20世纪初期的时候，JP摩根公司可以说对包括美国钢材、通用电器以及美国电话电报等一些知名企业最初的建立、成长以及融资壮大发挥了不可磨灭的作用。

银行危机发生后，没有国家银行统筹、解难，而是由这位金融大佬玩转了美国经济。JP摩根当时利用自己的影响力，组织了一个由银行家组成的联盟，成立紧急审计小组，评估受困的金融机构损失，向需要资金的金融机构提供贷款，购买他们手中的股票。他说服其他银行家们用手头的资金购买纽约市发行的债券，这一做法与如今流行的救市方法一样，即向金融市场注入流动性。

JP摩根的救市措施效果显著，美国经济迅速恢复的程度超出了人们的预料，1908年，离1907年的银行危机仅仅过去了一年，美国股市就开始一轮复苏性的上涨，道·琼斯指数又重返100点，一举收复1907年危机造成的“失地”。但是关于摩根救市的动机，有很多的说法，《货币战争》的作者宋鸿兵在阅读大量文献后，毫不掩饰地将1907年的整场银行危机归责为以JP摩根为代表的私人银行大佬们的巨大阴谋。而还有人将其归为JP摩根作为虔诚基督徒的悲悯之心与爱国之情。

1907年10月，摩根在欧洲接收到了关于美国金融市场危机的电报汇报，当时他正在欧洲的教堂中做礼拜，他的朋友威廉·劳伦斯主教在日记中这样描述了摩根阅读电报时的情景：“他双手扶着桌子，两眼直勾勾的凝视前方。”然后他对劳伦斯说：“他们在纽约遇到了很大的麻烦，不知该怎么办。我也不知道该怎么办，但我必须立刻回去。”

虽然关于JP摩根救市的动机，说法和揣测很多，但是不论如何，以JP摩根为代表的美国私人银行家，在美国这次金融危机的拯救中发挥了至关重要的作用。

“美联储”应运而生

在危机逐渐消弭的同时，人们也普遍意识到，没有中央银行的国家，不可能建立完善的金融系统。危机的镇痛会使人清醒，这种观点被越来越多的政界人物所认同。可能有人会问：美国已经立国百余年了，怎么会没有中央银行？

对美国历史稍有些了解的人都知道，这个国家从立国之初便是一个非常追求自由，多元利益分化十分明显的社会，普通民众具有强烈地反对权力集中的意识，在设立中央银行的问题上更是



如此，美国历史上两次建立中央银行的尝试均遭失败：1791 年建立的美国第一银行于 1811 年被关闭；1816 年建立的美国第二银行于 1836 年被关闭。直到 1907 年之前，美国再未有建立中央银行的尝试，因为任何银行改革方案只要涉及中央银行的建立，无不以失败告终。

第二银行黯然退出历史舞台后，美国银行业相对处于一种自由状态，遍地开启。直到美联储成立前，美国的银行数量高达 3 万多家，比全世界其他国家全加起来的数量还要多。这些银行自由经营了 80 多年，另一方面，各个银行的背后也多少有利益集团的影子，怎能轻易接受联邦政府监管？

正因为没有中央银行对银行业实行统一调控和监管，金融危机在美国频频发生，1907 年的这次银行危机是其顶峰。正如经济学家佛里德曼所言，1907 年银行危机对美的银行改革产生了不可抗拒的压力。

这次危机所造成的巨大危害也使得美国政府和普通民众认识到了中央银行存在的必要性，它促使了联邦储备系统的产生。为了避免以后类似经济危机的发生。1913 年 12 月 23 日美国国会通过了《联邦储备法案》，授权组建美联储，美国中央银行就此诞生。

美联储成立后，对它的各种质疑不绝于耳，最主要的认为它实际是私人金融机构的俱乐部，国家控制力甚微。实际情况如何呢？我们不妨剖析一下它的机构设置。处于整个美联储核心的是联储委员会和 12 家位于全国各地的分行，这 12 家分行，由当地的私有银行参股组成。这也是多年来究竟谁是美联储真正拥有者这个话题一直讳莫如深的原因，而认为是私有银行的观点也一直流传至今。

但是，关于美联储是私有银行的看法并不正确。美联储最高权力机构是联储委员会和联邦公开市场操作委员会，前者的 7 名

委员全部由美国总统任命，这其中还包括委员会主席。联邦公开市场委员会是联储的利率决定机构，有12名委员组成，其中7位联储委员会成员是其常任委员，在投票表决时占有绝对优势，其另外5名委员则由联储分行主席轮流担任，需要指出的是，分行主席虽然由各参股银行推选，联储委员会对分行主席的任用有最终决定权。

剖析美联储的构成，虽然它的设立有对地方利益妥协性色彩，但核心利益仍然牢牢掌握在美国中央政府手中，更重要的是，入股的私人银行虽然能分到红利，但其法定利润被限定在6%，剩余收入统交国库。另外，美联储的网站上还是以"GOV"结尾，只有政府机构才能这么干。所以无论从哪方面讲，美联储都是美国中央政府操控的国家银行，绝非私有银行。当然，美联储的构成中有私行参与，这和其他国家的央行有所不同，然而，这就是美国风格。

金融森林不能无人防火

1907年的金融恐慌起自一家信托投资公司在资本市场上投机失败。时至今日，大多数研究者都将这次危机的出现归结于经济的过度扩张、金融家们的轻率无度以及银行业务的不当。

19世纪末20世纪初，信托投资公司作为新兴的金融机构在金融市场上异军突起。到1907年，纽约的信托机构规模已经越来越大，掌握着巨额资产。尽管规模庞大，而它的经营成本和税负却比银行业低很多，信托投资公司也利用了这一点更加狂傲无忌。但是，这种毫无节制的发展最终还是引发了灾难性的后果。

金融业的安全稳定对整个国民经济有着重要影响，任何一家金融机构出现问题都会引起相应的连锁反应，导致一系列银行和

金融机构经营困难。这种风险对社会稳定的影响比其他产业部门高得多。

这次金融恐慌，印证了设立专业的国家金融监管部门的必要性。金融监管不仅是专业性、技术性很强，还必须具有国家性的权力，如果不是独立性强并具有权威的专门机构，就很难有效地承担和进行这种工作。美国政府之所以在 1907 年对银行危机束手无策，就是因为当时美国银行体系中没有建立中央银行。以致对货币银行体系进行集中监管和调控，在短期内无法增加货币供应量，保障金融市场的稳定。这场危机已近失控，到最后几乎是由 JP 摩根公司在力挽狂澜，这无疑是美国政府的莫大耻辱。



愁云惨雾笼罩着的华尔街，虽然天还是昨天的天，地还是昨天的地，但许多人却觉得不再拥有这一切：他们的全部财产已随风而逝。无数的财产和许多普通公民一生的积蓄都因金融崩溃而实实在在地一夜间化为乌有。

第五章
大　萧　条
(1929 年)

TOUSH

愁云惨雾笼罩着的华尔街，虽然天还是昨天的天，地还是昨天的地，但许多人却觉得不再拥有这一切：他们的全部财产已随风而逝。无数的财产和许多普通公民一生的积蓄都因金融崩溃而实实在在地一夜间化为乌有。过去，美国也曾经历过股市恐慌与金融萧条，但没像这次一样对美国普通市民的生活产生如此深刻的影响。

大崩溃，大萧条

华尔街是美国金融精英的聚集地，也是美国经济尤其是金融的代名词。一提到华尔街，人们就自然联想到股市、股票指数和金融危机。

1929年华尔街的崩盘结束了历史上最大的一幕疯狂投机。10月24日（史称“黑色星期四”），在历经了10年的大牛市后，美国股市忽然间崩溃了，股票一夜之间从顶巅跌入深渊。道·琼斯工业指数从363的最高点持续下跌，直到1932年7月跌至40.56点，才宣告见底，最大跌幅超过90%。而让股市投资者绝对没有想到的是：股市崩溃前的1929年9月3日，竟成了此后25个春秋里股票平均价格最高的一天。这次股市大崩溃以后，美国股市经过1/4世纪的漫长岁月，道·琼斯工业指数才再次升至昔日高峰时的指数值。

这次股灾，造成美国经济在1929～1933年间下降30%，失业大军达到5000多万人，数以千计的人跳楼自杀，近9000家金融机构倒闭，上千亿美元财富付诸东流，生产停滞，百业凋零，从此成为美国历史上影响最大、危害最深的经济事件。股灾持续时间长达4年之久，影响波及英国、德国、法国、意大利、西班牙等国家，最终演变成为西方资本主义世界的经济大危机。

罗杰·巴布森的魔咒

这场股灾直接起源于此前美国股市行情不断的上涨。股灾前的美国经济，呈现一派繁荣的景象，股市交易投机异常活跃。1929年1月2日，纽约证券交易所新年开市的第一天，买单就像雪片一样飞来，股价与交易量飞速上升，华尔街沉浸在一片兴奋和狂热之中。当时《纽约时报》财经评论甚至预测“1929年将是美国股市最辉煌的一年”。

在纽约，当时的出租车司机一面驾驶汽车，一面就会情不自禁地建议你应当买哪只股票，兴奋之情，溢于言表。即使路旁擦皮鞋的儿童也能向你介绍当天的热门股。作家G·托乌斯和摩根·威特斯在《1929年大萧条的内幕》一书中这样写道：“……股市的狂热居然涌进了地铁的车厢里！一个发疯的人愤怒地指责没有在每节车厢里装上电传打字电报机……他的这个要求不见得太荒唐。因为，在波士顿的一家工厂里，在所有的车间都安放了大黑板，一名职员每隔一小时就用粉笔写上交易所的最新行情。在得克萨斯州的一个大牧场上，牧牛仔们通过接通电台的高音喇叭，一分钟一分钟地了解行情。高音喇叭装在牧场上和牲口棚里。”

当时，美国的券商雇佣大批股票推销员在城市的街道上、在乡镇里，向市民和农民们一遍又一遍讲述炒股的好处，但却从不提“风险”二字。为了吸引更多的妇女入市，许多证券经纪商还专门设立了“女士专用房间”，有的还配有简易的免费美容室。在这里，女性投资人可以从大黑板上得知最近的行情，女股民已占到总投资者队伍的20%。

在这场空前绝后的投机潮中，纽约股市一涨再涨。一些激动

不已的金融分析家称之为不可思议的“金融火山”。

那时，整个市场被极度乐观情绪所笼罩，专家们和各种媒体更是推波助澜，渲染无限空想的目标和财富的传奇故事，任何不同的观点都会遭到讥笑甚至于谩骂。1929 年 10 月 15 日，美国花旗银行董事长米切尔发表讲话说：“股票的价格在美国的全面繁荣已经牢牢地扎下了根。”接着，当时美国经济界的最高权威——耶鲁大学教授欧文·费雪也在谈话中宣称“股市到了永恒上涨期”，他认为美国的景气将永远继续下去，并对此充满信心。当时，几乎没人意识到，生产过剩的暗流已经在不知不觉地悄悄接近美国经济。崩溃的迹象正在初露，纽约的股票市场轻微的震动已经开始，危险就在眼前，但这丝毫没有动摇人们的投资信心。

但有明白人对所谓“明智的大众判断”提出异议，而他们都无一例外地逃脱不了“明智的大众”的猛烈谴责。巴布森是位统计学家，他对早年美国及自荷兰“郁金香大恐慌”以来的世界投机事件颇有心得。1929 年 9 月 5 日这天，这位波士顿统计学家在当日的金融家午餐会上说：“我重复去年和前年这个时候所说的话，一场市场崩溃迟早要来临。”人们对这位其貌不扬的金融顾问并不新奇的见解报以惯常的一笑，并未在意。但有些人就不那么客气了，著名财经杂志《拜伦》在随后的一期封面上居然公开取笑巴布森，巴布森成了迂腐的代名词。

然而，每当股价高涨、投机达到疯狂之时，人们的心理承受能力就异常脆弱。任何一点风吹草动，都有可能成为大崩溃到来的引线。据记载 1929 年 9 月 5 日，当巴布森的话在道·琼斯金融消息自动记录器的“宽幅”记录带上被引用的时候，股市顿时出现了慌乱和巨大波动。在随后不长的交易时间里，有 200 万股股票易手。美国钢铁公司、电报电话公司和威斯门豪斯公司的股票分别下降了 9 点、6 点、7 点。这一征兆后来被称之为“巴布

森突变"，开始动摇股民们的信心。

无情的泡沫开始破碎了。1929年10月24日——美国证券史上永远难忘的灾难日到来了。那天早晨刚刚开市，股价就像溃决的江水急剧下泄。纽约证交所的1100多名会员几乎全都到场，比平日多出300多人。一开市，交易员们发疯了似的来回奔跑，但还是赶不上股价下跌的速度。在短短的几分钟里，160万股被抛出，好股、坏股都无一幸免。由于及时传递行情在技术上无法实现而使风潮进一步加剧。由于通过电报和电话来传递信息过度频繁，以至互通消息被推迟一个多小时，巴尔的摩10时30分发出的指令，要到11时30分才能在华尔街电传打字机上显示出来。人们极度震惊，交易所顿时一片混乱。据当时目击者形容，现场就像一所“疯人院”或“着了火的动物园”，“简直是一片狮子和老虎的怒吼声”。发了疯的人们彼此扭在一起，尖声叫嚷着自己股票的名字。股票价格指示器每时每刻显示的价格，一个比一个无情。投资者们的眼睛直直地注视着它们，陷入巨大的沮丧和惶恐之中。在这一瞬间，他们不仅变得一无所有，还要付出一大笔押金。早晨进来的时候他们还是百万富翁，现在却成了巨大的负债富翁。突如其来的重大打击，使许多人绝望了。当天，就有11个有名的银行家、股票经纪人和投资者跳楼自杀，有两个男人是携手跳下去的。至此，一场历史上绝无仅有的恐慌迅速蔓延开来。

当天《每日电讯报》刊登了后来当选为英国首相的温斯顿·丘吉尔（时任记者）的现场采访，其中这样写道：

“我看见这些人……自动出售几大捆股票，这些股票已贬值一半或2/3，但没有物色到一个有足够胆量去接受这批可靠财富的人。这批财富是别人忍痛出售的。到12时，损失已高达60亿美元，并已有两位银行家和一位经纪人因破产而自杀身亡！下午1点30分，一个满脸傲气、神情沮丧的人匆匆进入华尔街23号



（摩根银行所在地）大楼。他就是查尔斯·米歇尔，是当时世界上最强大的银行——“国家城市银行”的总裁……。”

“上帝”无能为力

查尔斯·米歇尔虽只是“国家城市银行”的总裁，但在金融界却是个领军人物。面对雪崩一般的股市暴跌，他迅速联络了一些大银行家，织起了一个金融“联营”，拼命地买进股票，想阻止疯狂的下跌。当时的大银行家，包括摩根财团的托马斯·拉蒙特、国民商业银行的米切尔、大通银行的威金，聚集在摩根财团的办公室里商讨对策。最后摩根财团的股票经纪人理查德·威特尼出现在证券交易大厅，用银行家们筹措的资金，即所谓“救市基金”，进行了几笔稳定股市的购买。与从前“南海泡沫事件”以及其他投机事件中的情景一样，他们错误地认为，只要通过某些打消人们疑虑的声明和措施，一切就会恢复正常。殊不知股市的铁律便是：一旦投机“泡沫”升空，遇高压转为弱势跌破，即非人力所能左右。

1929年10月24日下午，尽管他们不惜花费数百万美元买进交易所的股票，结果也只是略微收住了一点急剧下跌的势头。而以往遇到这种情况，他们只需筹措一定的资金入市就可以缓解跌势，然而这一次却失灵了，数百万美元在1929年是个巨大的数目，然而却如泥牛入海。

纽约证券交易所指示牌上亮出数据：仅仅一个下午，卖出的股票比往常增加3倍，这在历史上是空前的。在纽约证券交易所关门后的4个小时，报纸报道了惊人的消息：由于低价抛售，当天成交了1300多万股股票。这就是人们后来所称的“黑色星期四”。

第二天清晨，《费城问询报》在早间版以勇敢的姿态面对24

日的股市大崩溃。它以一种不合时宜的乐观主义情绪评论道："全美最大的银行纷纷发表安抚人心的声明，今天开始对即将崩溃的股市起到支撑作用，并且将逐步控制住可能成为这个国家历史上损失最大的这场金融灾难。"似乎大家都确信，艰难的日子已经过去。而实际上，真正的大灾难还在后头。26日、28日和29日股价的再次下跌，使这场股市暴跌危机达到了顶点。

1929年10月29日，星期二，又是一个世界投机史上不可忽略的日子。它被认为是纽约证券交易所历史上截至当时为止最具毁灭性的一天。对于控制抛售狂潮和可能出现的抛售一空，就连上帝也无计可施。后来有传言说那些大银行家们自己也在出逃，这一点很可能是真实的，因为局势已经明摆着陷入绝境。

末日猛然来临

从1929年9月初到11月中旬，纽约交易所的股票市价总值损失了300亿美元。然而，这仅仅是灾难的开始，股市的崩溃带来美国历史上破坏性最大的大萧条、大危机，使美国经济处于瘫痪状态。国民收入总值从1929年的880亿元下降到1933年的400亿美元，几乎被腰斩了一半多。道·琼斯30种工业股票指数也一路狂跌，著名的通用电器公司，被誉为美国产业经济的骄傲，它的股票从最高的396元惨跌到仅8美元。股票和各种债券的面值总共下跌了90%。无数"百万富翁"倾家荡产。大批失去生存希望的人最终走上了绝路。在那场灾难中，据说仅跳楼者即数以千计，有人曾以"哀鸿遍野"形容大恐慌过后的悲惨情景，这点绝不夸张。

这次股灾彻底打击了投资者的信心。人们闻股色变、投资心态长期不能恢复，直至1954年，道·琼斯指数才重新回到1929

年的高点。股市危机、银行危机与整个经济体系的危机，是个相互推动的恶性循环，股市暴跌后，投资者损失惨重，消费欲望大减，商品积压更为严重。同时，股市和银行出现危机，使企业找不到融资渠道，生产不景气，反过来又加重了股市和银行的危机，国民经济雪上加霜。由于美国在世界经济中占据重要地位，其经济危机又引发了遍及整个资本主义世界的大萧条：5000多万人失业，无数人流离失所，上千亿美元财富付诸东流，生产停滞，百业凋零。

胡佛——美国经济的灾星

恐慌在蔓延，整个国家迅速陷入了经济大萧条的死海。作为弥补市场失灵的政府被迫被推到了前台。纵观此前历次经济大危机，共同特点都是市场泡沫和股市暴涨而导致的严重通货膨胀。通货膨胀是判断繁荣走向萧条的重要标志，而抑制通货膨胀显然是政府的基本职能所在。

面对此前股票市场的疯狂上扬，1929年春，美国联邦储备委员会宣布要通过紧缩利率以抑制股价暴涨，这一举措使得股市热度稍有降低。然而马上遭到了一些大银行的强烈反击。当时国民商业银行的总裁查尔斯·E·米切尔就从自身利益考虑，起而反击。他在一份带着几乎前所未有的傲慢的财务报表中提道："我们认为我们有责任防止金融市场发生任何可怕的危机，这一责任远比联邦储备委员会的任何警告或其他的任何事情都更重要。必要时，国民商业银行将以贷款抵消联邦储备委员会制定的任何抑制措施。"

当时，不仅金融巨头，那些肩负着公众信任的是一群经济学教授也推波助澜，他们使民众们确信正在发生的一切是完全符合

成功资本主义制度的规范。

1929年3月，在柯立芝政府中担任8年商务部长的胡佛宣誓就任美国第31任总统。在就职演说中，胡佛煽情地说，“我们美国人民临近最后征服了贫困，这是任何国家历史上都没有的”，“美国已经达到了历史上最舒适的程度”，“没有一个国家的成果比美国更有保障”。然而，一场大危机正在酝酿。以胡佛就职为标志，美国各大证券交易所股票行情掀起高潮，经济发展出现“虚假繁荣”的巨大泡沫。

该到的早晚会到，1929年10月下旬，一场席卷整个资本主义世界的经济大危机爆发，这时胡佛总统刚刚就职半年。面对经济危机，一直信奉自由放任主义的胡佛拒绝政府干预经济的政策，酿成了历史的悲剧。胡佛错误的经济政策导致经济危机给美国经济造成的严重破坏，在美国历史上创下高达24.9%的失业率。

1929年10月24日，股市危机扩大，人们聚集在大街上，流露出明显恐慌的气氛，随后，一些地区还出现了骚乱，事态开始失去了控制。第二天，胡佛总统紧急发表谈话安抚：“国家的经济基本面，即商品的生产和销售，是建立在坚实和繁荣的基础上的。”他想以此稳定民众的情绪。胡佛的讲话与飞行员宣布发动机没有着火一样苍白无力。恐慌依然迅速蔓延，随后几天股价连续跳水，市场似乎永远无底。直到11月13日，指数跌到224点才稳住阵脚。那些以为股票已经很便宜而冒险买进的投资者又犯了严重错误。

在随后的一年里，股票价格进一步下跌，直到1932年7月8日跌至58点才真正见底。工业股票跌去市值的85%，而高盛公司的投资证书不到2美元就可买到，其股价一落千丈，跌到一块多钱，使公司损失了92%的原始投资，公司的声誉也在华尔街一落千丈，成为华尔街的笑柄，公司濒临倒闭。

最大的错误：最高关税法

在胡佛拯救危机的措施中，签署于1930年的“斯姆特—霍利关税法”，被后世学者认为是“最大的错误”。在危机前，美国的平均关税税率已达到35%以上，是仅次于西班牙的世界第二高关税国。但是，随着大危机的到来，美国国内要求提高关税的呼声再次高涨。

1929年4月，国会议员霍利和斯姆特联名提出关税法案，并在第二年获得通过，成为美国历史上的最高关税法。这部最高关税法曾遭到1028名美国经济学家的联名抵制。这项法律修订了1125种商品的进口税率，其中增加税率的占到70%左右。最高关税法的出台立刻引起了国际市场的报复，加剧了危机的恶化，由此引发的贸易战将美国股市推向了深渊。道琼斯指数1932年7月跌至41年来的历史最低水平，美国股市总市值比1929年9月缩水了89%。

与美国保护本国经济的目的一样，欧洲各国为了保护自己的通货，纷纷实行进口管制。在各国严格的外贸管制下，寄希望于通过扩大贸易来改变经济形势的美梦彻底破灭，美国及世界经济形势进一步恶化。

“新政”改变美国

1933年3月4日，正值美国大萧条最严重时期，富兰克林·罗斯福临危受命，成为美国第32任总统。这位脊髓灰质炎患者，用常人难以想象的毅力征服了疾病，坐着轮椅入主白宫。

在严峻形势下，为了对付前所未有的经济衰退，挽救濒临绝境中的美国经济，罗斯福总统自信果敢，在就职典礼时的演说中，他告诫国民：我们唯一恐惧的其实就是恐惧本身。上任伊始他便开始进行大刀阔斧的改革，大胆开启新政之路。在当时一些著名经济学家建议下，他吸收了计划经济思维，决心利用计划经济手段治理当时的美国经济，以便让美国经济尽快走出大危机阴影，并制定了一套新措施，史称“新政”。

为了振兴经济，罗斯福上台后采取了一系列的干预政策。这些政策在二战后长期影响政府应对经济危机的举措：举办救济和公共工程、整顿银行业，促进劳工权力、建立社会保障体系（如成立联邦紧急救济署、出台《社会保险法案》等）和通过工会规范劳资关系（如《全国劳工关系法案》）等。

为了克服金融危机，罗斯福在就职的第三天就下令所有银行停业整顿，命令国会立法整顿股市，监管网络开始形成，并相继出台了旨在促进经济恢复的法令：1933年3月9日，国会通过《紧急银行法令》，宣布停止兑换黄金和出口黄金，授权联邦银行增发钞票以解决货币饥荒，强化国家对银行业的管理和控制。1933年5月，国会通过《农业调整法》，成立农业调整署控制市场，规定国家向减耕减产的农民提供补贴，以提高农产品的价格。6月，国会通过《国家产业恢复法》。

纽约股市崩溃发生之后对美国朝野震动很大，美国参议院随即对股市进行调查，发现有严重的人为操纵、欺诈、内幕交易与投机行为，大量证据确凿的事实引起严格管理市场的呼声。1932年银行倒闭风潮，暴露出金融界的诸多问题。

在痛定思痛、总结教训的基础上，从1933年开始，罗斯福政府对证券监管体制进行了根本性改革，并痛下决心从法律上对证券市场加以严密管制。那个时期制定的法律包括：主要针对发行市场而制定的《证券法》(1933)；主要针对交易市场而制定的



《证券交易法》（1934）；《持股公司法》（1935）；《信托契约法》（1939）；《投资公司法》（1940）；《1940 年投资顾问法》，等等。

这些法律后来又由大量的补充条款和规定所完善，从而构成了一个对美国证券市场严密的管理网络。在之后近 30 年的时间内，证券交易市场基本保持了一种萧条却有秩序的状态。此后相当长的时间里，人们普遍谈股色变，但从此美国建立了一套行之有效的以法律为基础的监管构架，一定程度上重新树立了"大投资者对股市的信心，保证了证券市场此后数十年的平稳发展。这样，以 1929 年大股灾为契机，一个现代化的、科学的和有效监管的金融体系在美国宣告诞生，也为世界上许多国家所仿效。

经历了大混乱与大崩溃之后，美国股市逐渐开始迈向理性、公正和透明。但美国的一场股灾，导致美国甚至世界股市长达 25 年的熊市，即通过 1/4 个世纪，股指才回到 25 年前的价位。触目心惊之余，足以为后来者借鉴。

伟大行动指南——凯恩斯主义的诞生

伟大的行动需要伟大的理论，罗斯福新政的理论基础就是凯恩斯主义。凯恩斯主义是在凯恩斯的著作《就业、利息与货币通论》（1936）的思想基础上的经济理论，主张国家采用扩张性的经济政策，通过增加需求促进经济增长，即扩大政府支出，实行财政赤字，刺激经济，维持繁荣。

约翰·梅纳德·凯恩斯（1883～1946 年）生于英国剑桥，于 1936 年发表了震惊世界的名著《就业、利息与货币通论》，建立了"有效需求"理论，对"福利国家"型的干预主义做了系统而有利的论证，创立了现代宏观经济学的理论体系，实现了西方经济学演进中的第三次革命。

经济大萧条后，美国及资本主义世界出现了有史以来最严重的一次经济危机，危机对经济造成了严重的破坏，对当时占统治地位的经济假设和理论产生了强大的冲击。

凯恩斯理论在一定范围和一定程度上对于缓和与摆脱经济危机具有实际作用，在20世纪30年代大危机期间得到迅速发展和传播。“二战”结束后，各主要资本主义国家都不同程度地利用了凯恩斯主义，加强了国家对经济生活的干预和调节，促进了战后各主要资本主义国家进入了发展的黄金时代。

探寻逝去的秘密——金本位制崩溃的原因

金本位制——这个古老的货币法则，在通行约100年后崩溃了。其主要原因是黄金产量的增长幅度远远低于商品生产增长的幅度，限制了商品的流通，削弱了金本位制的基础；黄金存量在各国的分配很不均衡，1913年末，美、英、德、法、俄五国占世界黄金存量的2/3，导致金币的自由铸造和自由流通受到破坏，削弱了其他国家金币流通的基础；一战爆发后，各国为了恢复经济、筹集庞大的军费，纷纷发行不兑现的纸币，禁止黄金的自由输出，黄金被参战国集中用于购买军火，并停止自由输出，最终导致金本位制的崩溃。

在二战结束后，为了维持世界经济秩序，在美国的主导下，建立了布雷顿森林体系，标志着美元垄断时代的开始。

重建“丛林秩序”

二战结束后，经济凋敝，社会满目疮痍，世界政治经济秩序



亟待重建。在两次世界大战之间的20年中，国际货币体系分裂成几个相互竞争的货币集团，各国货币竞相贬值，动荡不定。上世纪30年代美国经济大萧条和二次大战洗礼后，各国的经济政治实力发生了重大变化，美国跃居为资本主义世界的盟主，美元的国际地位因巨大的黄金储备而空前稳固。

在这一背景下，1944年7月，44个国家或政府的经济特使聚集在美国新罕布什尔州的布雷顿森林，商讨战后的世界贸易格局。会议通过了《国际货币基金协定》，决定成立一个国际复兴开发银行（即世界银行）和国际货币基金组织，以及一个全球性的贸易组织。关税总协定作为布雷顿森林会议的补充，连同布雷顿森林会议通过的各项协定，统称为“布雷顿森林体系”，即以外汇自由化、资本自由化和贸易自由化为主要内容的多边经济制度。以美元为中心的国际货币体系是按照美国制定的原则，实现美国经济霸权的体制。1945年12月27日，参加布雷顿森林会议的国家中的22国代表在《布雷顿森林协定》上签字，正式成立国际货币基金组织和世界银行。从此，开始了国际货币体系发展史上的一个新时期。

布雷顿森林体系仍以黄金为基础，以美元作为最主要的国际储备货币。美元直接与黄金挂钩，各国货币失去了比照黄金的“独立性”，则须与美元挂钩，并可按35美元一盎司的官价向美国兑换黄金。在布雷顿森林体系下，美元可以兑换黄金和各国实行可调节的钉住汇率制。这在实质上确立了美元的垄断地位。

布雷顿森林体系在建立后的一段时间内对稳定汇率，促进国际贸易，恢复战后世界经济起到了很大的促进作用。



“能否同时享受充分就业和价格稳定的好处？
这个问题是一个在混合经济中到处使人心神不宁的幽灵。”
——1970年诺贝尔经济学奖获得者 保罗·安·萨缪尔森

第六章
美国战后的“滞胀”危机
(1973～1975年)

TOUSHI





在经济学的词汇中，经济增长停滞为“滞”，通货膨胀为“胀”。“滞胀”合起来称为停滞性通货膨胀。按照早期惯常的规律认为，高通货膨胀率和高失业率是不可能并存的。但是，上个世纪70年代美国遭遇的一次经济危机中，经济衰退的高失业与通货膨胀同时蔓延肆虐，侵蚀着经济社会的肌体。

凯恩斯主义和美国经济遇到了同一个杀手，它就是“滞胀”。

“滞胀”魔影

二战后，西方发达资本主义国家普遍对社会经济进行调整甚至进行强化性的干预，但仍不能阻止经济危机的来临。在1973年前，各主要资本主义国家大约发生了26次经济危机。其中，最重要且危害最大的当属20世纪70年代美国因“经济滞胀”所引发的经济危机。这次经济危机和以往不同，它的特征是高通货膨胀率和高失业率同时存在，而根据一般经济现象，高失业率和高通货膨胀率是不会同时出现的。当传统的摆脱经济危机的药方失去其疗伤的作用，美国经济在十字路口惶恐地徘徊，经济何去何从，将取决于人们对“滞胀”现象的重新认识。

早在1962年，肯尼迪政府为了对付可能出现的衰退和医治长期存在的经济增长缓慢和高失业，采取了以减税为主的赤字财政政策，国会通过“加速折旧法”、“投资税优惠法”等法令，对税收收入进行大幅度的删减，到1966年，个人和公司税收共减少约185亿美元。自此，长期赤字财政成为历届美国政府刺激经济的主要手段。1963年肯尼迪遇刺后，继位的约翰逊总统将扩张性财政政策更加广泛深入地实施下去，政府干预扩大到空前的规模。税收的降低、社会福利开支大幅上扬，加之越战的影响使美国政府财政赤字达到了惊人的地步。从1967年到1968年，通胀

率由3%上升到5%，1969年超过了6%，通货膨胀开始恶化。

根据经典凯恩斯主义学说，通货膨胀政策的主要目标是刺激“有效需求”，通货膨胀率上升使消费者预期到价格一再上涨，于是会在商品变得更贵之前，匆忙购买可能需要的商品。但当时的美国情况恰恰相反，大多数民众将积蓄储存到银行里。到了20世纪60年代末70年代初，美国出现了令整个西方世界大跌眼镜的现象：高通货膨胀率伴随着相对高的储蓄率。随着通胀的恶化，利率增加就顺理成章。通胀使借贷变得几乎不可能，越来越多的出借（贷）者害怕日后偿还回来的是贬值的美元，便通过对借款利率要价更高来回避风险。利率攀升阻止了消费借款，也鼓励了储蓄欲望。依据凯恩斯经济学观点无法预期到这种不合逻辑的现象，但出于对通货膨胀的担心促使公众忙于储蓄，而不追求高消费却是不争的实实在在的现实。

这种高通货膨胀率和高储蓄率并存的现象对美国经济构成了双重打击，并从根本上埋下了经济“滞胀”的祸根。与大萧条时的“低增长、低通胀、高失业率”不同，“滞胀”则意味着“低增长、高通胀、高失业率”。实际上“滞胀”此时已显端倪，由于饱尝恶性通胀之苦的政府开始抑制通货膨胀，而通货紧缩的直接后果就是失业率上升、产量下降；另一方面，通货的紧缩、国防开支的削减以及高利率使建筑业、钢铁和汽车生产以及用于新工厂和新设备的企业开支下降，失业率随之惊人地剧增，达到近10年来的最高水平，灾难终于发生了，1973年底，在能源危机的冲击下，美国爆发了战后最严重的一次经济危机。

这次危机持续了10个月，国民生产总值和工业生产、失业率、固定资本投资等都大幅度下降。除了失业率外，其他各项经济指标都是战后历次危机中的最高纪录。在危机发生一年之后的1974年12月，美国汽车工业下降幅度高达32%，道琼斯股票价格平均指数比危机前的最高点下跌近一半，1975年，美国的失业



率逼近 10％。

这次经济危机的影响不仅局限在美国，20 世纪 70 年代世界经济一体化程度日益加深，美国“滞胀”危机迅速蔓延到几乎所有的西方发达国家。整个资本主义世界工业产量下降了近百分之十，企业破产成风，股市行情惨跌，固定资本投资减少，失业人数剧增，物价继续上涨。由于滞胀的加剧、以美元为中心的资本主义货币体系的瓦解，加之中东石油战争对发达国家的打击，都使 1973～1975 年危机比起战后至 70 年代前的西方经济危机要严重得多。

尼克松——布雷顿森林体系的终结者

1971 年，为了应对糟糕的经济形势，上任初始的尼克松在美国戴维营发表了电视讲话，宣告他“最全面的新经济政策”目的在于对外维持美元经济霸主地位，对内控制通货膨胀，刺激经济回升。

新经济政策分四个阶段进行：第一阶段冻结工资和物价，禁止外国用美元兑换黄金并增收 10％的进口附加税；第二阶段实行工资和物价管制，同意将美元贬值 7.89％。第三四阶段都以限制工资和物价增长率为目标。1973 年又将美元与黄金的比价贬值 10％。“新经济政策”的核心是终止美元与黄金之间的固定兑换比率，摧毁布雷顿森林协议的固定汇率体系。

布雷顿森林协议的固定汇率体系，本身也存在缺陷，它从一开始就是一个霸权体系，注定经济实力的变化会重新改变世界格局。

20 世纪 50 年代后期开始，美国经济竞争力逐渐削弱，其国际收支开始趋向恶化，出现了全球性“美元过剩”情况，各国纷

纷抛出美元兑换黄金，美国黄金开始大量外流。到了20世纪70年代初，美国的黄金储备再也支撑不住日益泛滥的美元了，尼克松政府被迫宣布放弃按35美元一盎司的官价兑换黄金的美元"金本位制"，实行黄金与美元比价的自由浮动。这一措施有深刻的社会背景，但最主要的还是为了维护美国的利益。

虽然尼克松摧毁布雷顿森林协议的说辞很具有吸引力，"是美国在第二次世界大战结束时达成的"，"我们现在处于一个新的世界经济秩序中……这个世界上不是只有一个经济上的强国，而是欧洲的各国、日本、亚洲、加拿大和北美——所有这些国家都是强大的"。但其根本目的却是为美国利益服务，这项"新经济政策"一出台，世界随之震惊！"尼克松冲击"迅速席卷全球，经济学者们一声叹息：多年来呕心沥血精心设计的国际货币体系，竟这样轻松废止。然而尼克松政府减少对经济的干预，削减政府开支，限制经济增长速度的政策也未能缓解通货膨胀，反而加剧了失业，经济危机呼之欲出。

雪上加霜的石油危机

二战浩劫后，世界各国普遍进入经济恢复和发展期，各国对石油的需求量与日俱增，石油已成为经济的命脉。中东石油储量占世界石油储量的三分之二左右，中东局势的波动必然牵一发动全身，引起世界石油价格的剧烈变化。二战后，在短短的几十年里，中东爆发了四次战争，对整个世界的政治、经济局势产生了深远的影响。1973年此次石油危机爆发的原因，主要是阿拉伯国家处心积虑地发动了赎罪日战争，而战争的主要目的是复仇。中东战争的爆发不可避免地引起石油这种难以替代的资源的供需失衡，进而对世界经济尤其是美国经济产生严重的影响。



这场“滞胀”危机的直接导火索是石油价格高涨带来的全球性能源危机。1973年10月，第四次中东战争爆发后，石油售价从每桶2.48美元上涨至11.65美元。它宣告了廉价石油原料时代宣告结束，打破了长期以来西方列强垄断世界经济秩序的局面，并在很大程度上影响西方世界20世纪70年代以来的经济。在一个需求螺旋萎缩的国际市场上，石油价格暴涨更是雪上加霜，生产过剩的危机爆发了。忧心忡忡的卡特总统在1977年4月18日的电视演说中讲道："能源危机还没有把我们压垮，但如果我们不迅速采取行动，它就要把我们压垮。"

从根本上看，这次“滞胀”危机主要是美国经济结构性失衡。20世纪60年代末70年代初在经济日益恶化的同时，美国社会生产力面临着重大调整：旧工业、旧技术、旧工艺、旧产品所体现的“夕阳”工业不景气，进行改造又需要时日，新工业、新技术、新工艺、新产品所体现的“朝阳工业”取代“夕阳”工业也更需要时间；新科学技术革命的发展正面临新的转折期，形成强有力的新的生产力同样需要时间；这时劳动力规模再次面临新调整。与以往不同，这一段时间地区性、部门性的结构性失业现象迅猛增加，从而使失业问题的解决面临新的难题。

鱼与熊掌不可兼得

自20世纪70年代中期起，严重的经济衰退和持续的通货膨胀经常成为美国政府同时面对的两大难题，以致无论是凯恩斯主义的经济药方，还是其他什么经济药方，都不能轻易解决问题。经济学家保罗·萨缪尔森在他的《经济学》中不无失望地讲道："能否同时享受充分就业和价格稳定的好处？这个问题是一个在混合经济中到处使人心神不宁的幽灵"；激进派代表人物

谢尔曼·霍华德则认为："失业和通货膨胀是当今美国和整个资本主义世界面临的两个最重要的问题"。此后较长一个时期内，美国经济"大约像一个患有数种相互矛盾的疾病的病人；用于减轻或矫正某个方面问题的药方，往往使另一方的问题加重，甚至出现危险"。不扩大赤字开支就不能解救生产停滞、失业增加的危机，而扩大赤字开支又必然增加通货膨胀危机。顾此失彼、防不胜防，美国经济近一度陷入"滞胀"怪圈。

早在1969年，面对咄咄逼人的通胀问题，尼克松政府就曾尝试过用削减开支和实行某些限制以抑制货币供应量等"常规手段"来解决通货膨胀问题。但是，由于资金需求的增长，资本市场在受到限制后利率必然猛升，升到了世纪最高点，而投资便受到严重遏制。

1981年里根总统上台后，开始全盘颠覆罗斯福时期的政策取向，他采纳了供给学派的经济政策主张，即减税、减少政府对市场的干预、缩减社会福利。这些措施，对当时的普通美国人来说，形同双刃剑。减税自然是有利，但是，在社会福利政策上，里根政府决定"开倒车"，1981年颁布的《经济复兴计划》削减了大约200个社会福利项目支出，如食品券、失业保障、医疗保健、学生营养补贴、住房补贴、失业者培训等，但也承载着巨大的社会压力。

里根的政策在降低通货膨胀率和失业率方面取得了明显效果：消费物价指数在1983年以后大幅度回落，同时经济增长迅速，1984年美国GNP增长达到了战后最高值。失业率1983年以后连续下降，从9.6%下降到1989年的5.3%，为1973年以来最低。美国经济摆脱了"滞胀"，并为后几届政府带来"政策红利"。鱼与熊掌何能兼得？经济效率得到迅速的提高，但社会公平状况却日益恶化，95%的普通民众的收入水平没有上升甚至还有所下降，只有5%左右的富人阶层的收入有所上升。除此之外，



政府的财政开支额一直高居不下，这些因素都导致了1992年大选中共和党的惨败。

强势逻辑：向世界征收铸币税

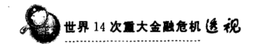
为了应对石油危机对美国经济地位的冲击，美国决定美元与黄金脱钩。这样美元的发行不再受黄金储备的影响，这不仅标志着金本位制的彻底终结。而且昭示着美元霸权地位的真正确立。

毫无疑问，国家在印行货币时，尤其是在通货膨胀中，会出现留滞在人们手中的货币发生贬值，而所能购买到的实物减少。这实际上就是国家向人民征收的一种税。这种税，就是铸币税(国家在发行纸币并吸纳等值黄金等财富后，再通过增发货币等多重途径使货币贬值，造成持币方财富减少，发行方财富增加的经济现象)。铸币税对一个国家来说，是一种策略性的收入。在特殊的时期，例如战争期间，国家会通过大量增发货币，引发通货膨胀，以解危局。

对于一个国家如此，对于整个世界也是如此。谁掌握了世界货币，谁就能从中获取大量的铸币税。在经历了石油危机以后，美元彻底摆脱了黄金储备这样的强制性约束。美元与黄金的比例脱钩，并没有改变美元的霸权地位。美元作为主要的世界货币，以经济总量强势为基础，在经济生活中仍发挥着主导性的作用。

美国政府掌握了美元的发行权，发行多少美元是由美国政府决定的，没有任何强制的约束力量。世界经济的发展需要美元，通过发行美元，美国不仅可以操纵世界经济，而且从中获取大量的铸币税。

直到今天，人们还把美元作为硬通货。殊不知，美元正是利用其霸权地位，从世界经济中获得厚利。



在世界经济交易中，美国使用美元换取食品、服装、矿产、石油等实物资产，留给别国的却是价值不定的抵押的纸。正是通过这种手段，美国在世界范围内通过美元攫取财富，付出的仅仅是随时面临贬值的风险，这种不对等的交易实质上是一种强势获利法则。在此背景下，这也可以解释美国人超前消费和美国长期处于负债地位的原因了。

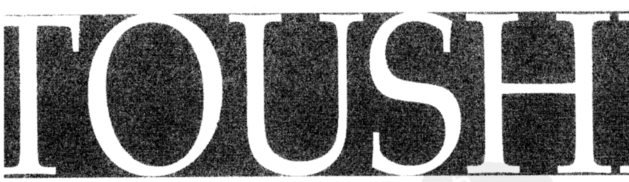
美元与黄金的脱离，使得美元的发行失去了强有力的约束力量。这样容易使流通中的货币量超过实际需要的货币量，造成物价上涨，货币贬值，诱发经济危机。这也许是美国经济危机的历史根源和制度性的缺陷。

从历史情况来看，每次大的金融危机对当时货币体系的冲击不可小视。1967～1968年出现英镑危机，英镑从此退出与美元并肩的历史舞台，世界货币体系从此脱离黄金——美元——英镑的“多中心”，转变为美元一币独大。因“滞胀”危机的影响，美元可固定比例兑换黄金的政策被迫废止，将美元扶上全球货币霸主宝座的布雷顿森林体系迅速瓦解，世界进入美元、欧元、日元等多极货币主导的时代，随着时间的推移，美元势衰的趋势不可改变，但由于美国依然是这个世界的头号霸主，美元目前还是世界公认的储备货币，全球货币时代似乎还仅仅是个远期梦想。

“当市场明显无限下跌时……算总账的日子终要到来。”

——美国经济学家、前美国经济学会会长加尔布雷斯

第七章
“黑色星期一”
(1987年)





1987 年 10 月 19 日，星期一，一个让世人永远牢记的日子，一个被金融界称为“黑色星期一”的日子，一个被《纽约时报》冠以“华尔街历史上最坏的日子”。

1987 年的全球股灾，是以美国纽约股市暴跌为开端，并迅速引起西方主要国家股票市场连续大幅下挫的一次全球性股灾。

“华尔街历史上最坏的日子”

自二战以来，美国与前苏联长期处于冷战状态。直到“黑色星期一”，美国在里根总统的主导下，与苏联展开了新一轮的大规模立体化的国际较量。为此，美国专门制定了“星球大战”计划，美国经济尤其是高新技术经济迅速发展，其速度远远超过了苏联。在勃列日涅夫上台以来，开始着力进行国内的经济改革，苏联与美国的关系有所缓和。

然而危机在平静中却呼之欲来。在“黑色星期一”之前，纽约股市就像“珍珠港事件”发生之前一样平静，美国的头条新闻还是里根夫人到医院做乳腺癌手术。1987 年 10 月 18 日早晨，美国财长贝克在全国电视节目中一语惊人：“如果联邦德国不降低利率以刺激经济扩展，美国将考虑让美元继续下跌”。这似乎也仅是一场平常的外交口水战。然而，10 月 19 日，星期一，华尔街上的纽约股票市场就刮起了股票暴跌的风潮，爆发了历史上最大的一次崩盘事件。

这一天对美国纽约所有股票持有者来说，是一个难忘的灾难性日子——纽约证券交易所道·琼斯工业指数，突然从开盘时的 2247.06 点，下跌到 1738.74 点，在几个小时内暴跌了 508.32 点，跌幅达 22.26%，创下自 1941 年以来单日跌幅最高纪录。标准·普尔指数也下降了 57.65 点，跌幅达 20.5%。此后一星期

内，道·琼斯指数和标准普尔指数下降幅度达到了1/3，美国当日一天中股票市场财富缩水超过5000亿美元，占美国当年国民生产总值（GNP）1/8左右。

“一切都失去了控制”，《纽约时报》这样报道。这一天世界首富萨姆·沃尔顿一天之内股票价值损失21亿美元，世界上最年轻的亿万富翁比尔·盖茨损失39.45亿美元，电脑大王王安仅在19日下午就损失了3100万美元。损失惨重的投资者不计其数，许多百万富翁一夜之间沦为贫民，最苦的是那些靠自己多年积存的血汗钱投资于股票的投资者。受股价暴跌震动，股民的心理变得极为脆弱，许多人不堪债务重压，精神彻底崩溃，自杀的消息不绝于耳。受此影响，银行大量破产，工厂倒闭，企业大量裁员，人们恐慌的心情不断加重。这一天被金融界称为“黑色星期一”，《纽约时报》称其为“华尔街历史上最坏的日子”。

毁灭性冲击波

高科技信息技术的发展，使全世界的金融交易紧密联系在了一起。金融一体化步伐的加快导致全球范围内的“蝴蝶效应”愈加明显。

当美国股市发生暴跌时，全球各大股票市场都无法幸免。这次股市暴跌震惊了整个金融世界，并在全世界股票市场产生“多米诺骨牌”效应，伦敦、法兰克福、东京、悉尼、中国香港、新加坡等地股市均受到强烈冲击，股票跌幅多达10%以上。1987年10月19日，英国伦敦《金融时报》指数跌幅为10.8%，创下了英国股市日最大跌幅；日本东京日经指数19日跌620点，20日再跌3800点；香港恒生指数也下跌11.2%。与此同时，法国、荷兰、比利时和新加坡股市跌幅都在10%左右，巴西、墨西哥股

市更是暴跌20%以上。

经过连续两天的暴跌后，全球股市危机并没有结束。10月23日，心慌意乱的投资者又开始在外汇市场上抛售美元，抢购硬通货，造成美元大幅贬值。10月26日，受美元贬值和周边市场股市暴跌不止的影响，道琼斯指数再次暴跌156.63点；日本日经指数下跌4.75%，法国、瑞士、联邦德国股市分别下跌7.0%、10.0%和10.1%。香港股市在被迫停市4天之后，26日上午11点复市，积压数日的抛单汹涌而出，市场根本无法接单。至休市，香港恒生指数暴跌1120.7点，创世界股市历史上的最高跌幅纪录。

股灾造成了世界主要股市的巨大损失。美国股票市值损失8000亿美元，日本损失6000亿美元，英国损失1400亿美元，香港损失300亿美元。这次股灾共造成世界主要股市损失达17920亿美元，相当于第一次世界大战直接和间接经济损失3380亿美元的5.3倍。但也有分析人士指出，1987年的美股暴跌，对美国经济的冲击并不明显，因为这次伤害仅限于股市，而且恢复的速度也相对较快。

这起风暴影响范围扩大，产生了近10年来楼市最大跌幅、信用市场出现严重危机、经济增长放缓，以及反复无常的股市等一系列的严重后果。

金融奇才只出现于崩溃之前

1982年以来，国际金融市场游资充斥，股票市场投机活动日益猖獗，股票行情以极其反常的速度向上攀升，使得股价增长速度大大超过经济增长速度，股票价格与经济发展严重脱节。尤其是从1986年3月至1987年8月25日，道·琼斯指数一路攀升，

从1686点跃至2722.42点，投机已经明显过热。暴跌前美国股市总市值高达10万亿美元，远远超过了支撑其经济运行的实际资本，致使买空卖空盛行，投机狂热出现。

实际上，股灾的前夕，纽约股价波动开始变得极为反常，从10月3日至9日的一周，道·琼斯股票下跌了158.78点，跌幅达6%，随后的一周，该指数下跌235.48点，即跌了9.49%。当时，股市显现的这些不祥之兆，人们反而将其视为一种技术性调整。那时候，从总统里根到一般股民，对这场风暴的来临毫无心理准备，情绪都很乐观。但金融学者约翰·肯特思·加尔布雷斯，早在1987年初就在《大西洋〈行情论坛〉》杂志上撰文预测到大崩溃即将来临及所必然导致的后果。

加尔布雷斯认为"当市场明显无限下跌时……算总账的日子终要到来。"他并对当时的金融界予以抨击，断言"华尔街最古老的准则将被重新发现：金融奇才只出现于崩溃之前"。

可惜的是，当社会出现集体疯狂的时候，天才的预言往往成为笑料，无人理睬。就像10月20日，美国《国际先驱论坛报》上刊登的一幅漫画真实而形象地说明了当时人们的心态。画面上有一头"牛"倒地而毙，手拄利剑的斗牛士面对突然死去的牛百思不解："我们正炒得起劲，它怎么突然死去了呢?"

回顾这段历史，我们深感遗憾的是，股灾不仅没有因为加尔布雷斯的预言而停止发生，反倒是验证了他的预言是何其准确。

"四高"困境

1987年10月美国的"黑色星期一"很快过去了，狂泻的原因何在？关于这次股灾，事后可谓众说纷纭。让很多人感到奇怪的是，股灾当日（10月19日）根本没有任何不利股市的消息或

新闻出现。

20 世纪 80 年代以来，美国经济在持续回升的同时，经济发展的不稳定性却日益加剧，表现为“四高”即高财政赤字、高贸易赤字、高国债、高外债。里根执政以后，为了复兴美国经济和重振军备，推行减税和扩大军费开支的政策，从而导致联邦财政赤字空前增加，累计已超过万亿美元。1987 年 1～8 月，仅美国贸易赤字已达 1141 亿美元，超过 1986 年同期水平，美国政府削减贸易赤字回天无力和贸易赤字长期居高不下，使人们对美国的经济发展前途担忧。

为了弥补庞大的财政赤字，美国政府不得不在公开市场上发行国债券来筹措弥补，导致国债数额的迅速上升。到 1986 年底已达 2.2 万亿美元之巨。与此同时，外债扶摇直上。从 1985 年上半年开始，美国终于失去了保持 71 年之久的国际净债权国地位，并很快成为当时世界最大的国际净债务国。

此外，为了阻止美元汇价下跌，控制通货膨胀，吸收外资，美国联邦储备银行在 1987 年 9 月 4 日宣布将贴现率从 5.5％提高到 6％，美国一些大的商业银行尾随其后，将优惠利率从 8.75％提高到 9.25％，利率提高意味着今后企业家对企业的投资将减少，使得股票商急于抛股保值，将其变为现金和存款以获取红利。

在上述几大因素相互影响下，人们对美国经济的前景出现“信心危机”，导致原来虚假过热的股市出现一泻千里的狂潮。

寻找元凶

自 20 世纪 60 年代后期起，美国各主要股票交易所为了加速和方便股票买卖，逐步实行股票交易的电脑程序控制化，股票的

购进、持有和抛售等决策均由预先编制好的电脑程序控制。电脑追踪并分析股票指数的升降幅度，据以做出相应的买进或卖出决策，这种股票交易方式一般称之为程式交易。程式交易于20世纪70年代末在华尔街逐渐盛行，程式交易使得大宗股票交易和期指交易同时买和卖。股灾后很多研究者认为，众多股民通过电脑程式看到股价下挫，便按预先在程式中设定的机制加入抛售股票，形成恶性循环，令股价加速下挫，而下挫的股价又令程式更大量地抛售股票。可以说，当市场价格一旦出现偶然性的较强波动，程序交易便起了推波助澜的作用。当然也有人认为，股灾前的股市暴涨是由程式交易引起（上升原理相同，股价方向相反而已），而因此造成的股价过高现象引致股灾。但有些经济学家认为，市场全球化是主因，因程式交易只在美国盛行，但没有太多程式交易的香港和澳洲股市却在10月19日当天带头下挫，因此是市场全球化导致一个主要股市的大幅波动在一天内漫延全球股市。

促使这次美国股市暴跌的第二个技术原因是投资组合保险。投资组合保险是证券投资公司通过买卖股票期货合同来担保其投资在股票价格下跌时不致亏本。所谓股票期货合同指的是股票买卖双方所达成的在将来某个时日以一个固定价格交割某种股票的协议。一般而言，当股票价格上涨时，出售期货合同就会发生损失；当股票价格下跌时，出售期货合同就会获取盈利。那么，投资组合保险又是如何助长股市暴跌的呢？10月19日上午，当股票价格猛烈下跌时，证券投资公司为了避免持有的股票遭受损失，纷纷在股票期货市场上大量抛售股票期货合同，致使股票期货合同价格跌泄。股票期货市场上所刮起的暴跌风反过来又加剧股票现货市场的暴跌风。这种连锁反应在股市上引起了极度的恐慌和混乱，最终导致美国股市前所未有的大暴跌。

美国股市暴跌的第三个技术原因是股票套利。股票套利是指



利用股票现货与期货之间的价差在现货市场和期货市场上同时买卖现货、期货以牟取暴利的行为。股票现贷与期货为什么会出现价格差异呢？按照惯例，购买股票期货只需付 10%的定金。这样，期货投资者在期货合同到期前便可将多余的资金（90%）投资于短期国库券赚取额外利息收益。10 月 19 日，股票期货场上的抛售风使得股票期货价格大大低于股票现货价格。许多套利者见有利可图，便在期货市场上大量廉价购进期货合同，同时在现货市场上抛售股票现货。如前所述，证券投资公司为避免将来由于持有股票而遭到损失，抛售了大量期货合同，因此，尽管套汇者购进许多期货仍无法使股票期货市场反弹。套利者在现货市场上大量抛售股票现货，却进一步加剧了股票现货的暴跌。

格林斯潘救市

这次股灾不仅震动了美国，也震动了整个世界金融。面对席卷全球的股市狂潮，各国政府震惊之余，迅速采取一系列救市措施。这场撼动世界的金融危机是如何平复的呢？这里，不得不提威名赫赫的格林斯潘。当时的格林斯潘为美联储主席，正是他执掌的美联储将美国经济从泥潭里拉了上来。

格林斯潘，这个在世界金融史上的著名传奇人物，1926 年出生于纽约市一个金融世家，受作为股票经纪人的父亲的影响，他从小就对数字着迷，并潜心钻研货币学。1948 年他从纽约州立大学获得经济学学位，1977 年从该校获得经济学博士学位。

1954 年，年轻的格林斯潘加盟纽约汤森公司，不到 5 年就拥有该公司的股份，公司更名为汤森“格林斯潘咨询公司”，并出任总裁。在商界尤其是华尔街赢得了声誉。30 年里，格林斯潘不仅在华尔街声誉卓著，而且游走于华盛顿官场，为自己从商人向

官员的转变做足了准备。

1987年，美联储主席沃尔克退休，格林斯潘成为继任者。上任伊始就遇上了美国股市的“黑色星期一”。格林斯潘用他的睿智、理智应对，战胜了金融危机，赢得了民众信任。在此后金融危机中，他都准确判断形势，开出与众不同的治病良药，医好了一个个“疑难杂症”，成为美国的“金融之神”。

1987年10月19日，大崩盘的当天，美国各界反应极为强烈，广播、电视和报纸发表大量评论。白宫发表声明说：“国家经济运行状态良好，就业率处于最高水平上，生产也不断增加，贸易收支也在不断改善。联邦储备委员会主席格林斯潘最近发表讲话说，没有迹象表明通货膨胀会进一步发生。”10月19日晚上，美国总统里根立即召回在西德访问的财政部长贝克和在外地的联储主席格林斯潘，密切关注事态的发展，一起商讨对策；纽约股票交易所主席约翰·费兰声称，但愿这种情况不要继续下去，其他有关的官员也纷纷发表讲话稳定市场情绪。

关键时刻，美国联邦储备委员会主席格林斯潘发表了具有历史意义的讲话，“为履行作为中央银行的职责，联邦储备系统为支持经济和金融体系正常运作，今天重申将保证金融体系的流动性。”这句话实际上是支持银行为股票交易商继续发放贷款，对于避免危机大规模扩散起到了关键的作用。联邦储备委员会立即向银行系统注入资金。当时美国的两家主要商业银行马上宣布降低优惠利率。化学银行迅速增加4亿美元的证券贷款。银行、信托公司也表示在任何情况下都会保证客户的资金需要。联邦储备委员会的承诺使那些在交易所挂牌的上市公司略微恢复了信心。

里根总统和财政部长贝克公开表示，这次股市崩盘与美国健康的经济是不相称的，美国经济非常稳定。随后，美国的各大商业银行纷纷降低利率。在一系列紧急措施的迅速推动之下，股市出现了逆转，上市公司大规模回购行为对股市产生了积极作用。



事后，美国政府成立了以财政部布雷迪为首的总统工作小组，对这次股灾进行了反思，于 1988 年写成了《布雷迪报告》。报告认为，1987 年 10 月的股市崩溃主要是由于指数套利（一般设计为程式交易）和组合保险这两类交易在股票指数期货和现货市场相继推动而造成的。为了避免股票下跌风险，几家机构交易商在期货市场卖出股票指数期货合约进行组合保险，导致股票指数期货合约下跌。由于期货价格下跌，期货价格与现货价格之间偏离了正常的比价关系，于是指数套利者入市，买入期货同时在股票市场抛出股票，导致股票现货价格下跌。股票价格下跌刺激了更多的组合保险交易，引起新一轮股票指数期货抛盘，如此循环最终导致股市崩溃。但后来许多专家认为，该报告将股灾原因归结于期货市场的看法并不符合事实，甚至遭到部分人指责，认为这是对股票市场稳定的威胁。当然，从这场突如其来的大股灾前后的应对举措来看，美国政府发挥了积极的作用，一定程度上体现了政府在弥补市场失灵方面的应有职能。

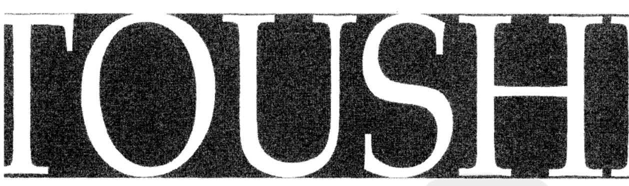
“黑色星期一”过去了，但这个事件充分展示出，在股市中有三种力量的博弈却是永远存在着的，它们分别来自于资金动态、市场情绪和经济基本面。在现代经济体系中，为了保持金融市场的稳定，离不开格林斯潘式的专业化政策调控，随时做好“发挥其清偿来源的作用”的积极准备，使金融体系保持充足的流动性。当今世界，在虚拟经济飞速发展的宏观环境下，应积极适应这一历史潮流，使政府的有形之手必须有形。



“日本最大的教训就是不要陷入曾经有过的那种拒绝相信的状态。泡沫期间，人们不相信价格会下跌。历史已多次证明这是错误的。但是，人的天性中总是存在一种令人无法吸取历史教训的东西。”

——日本著名泡沫问题专家、早稻田大学教授野口悠纪雄

第八章
日本经济危机
(20世纪90年代)







20 世纪 80 年代中后期到 90 年代初期，日本经济经历了一次令世人惊叹的巨变——从一颗五彩绚烂的泡沫变回了一滴平淡无奇的水滴。泡沫的破灭导致日本经济全盘崩溃，整个社会历尽磨难。日本人至今对此心有余悸，并将其称为“失去的十年”或“失去的九十年代”。

废墟上的经济奇迹

二战后，日本在一片废墟上迅速崛起，不但从根本上摆脱了因战争带来的贫穷和饥饿，而且创造了一个谁都未曾预料到的繁荣。在 1966～1968 年间，日本国民生产总值先后超过了法国、英国和西德，在明治维新 100 周年（1968 年）之际终于成为资本主义世界中国民生产总值仅次于美国的第二经济大国。连续 20 年的高速发展令世人震惊，以致日本经济学家都留重人将“速度无比的增长——打破了经济学家的常识”作为他论文的第一句首语。

日本的经济增长奇迹是由多方面原因造成的，战后日本政府在美国等国监督下进行了民主改革，确立了自由经济制度；日本政府实行农地改革、解散财阀、禁止垄断、劳动立法等经济民主化政策；战后日本执行“山脚比山顶更重要”的教育方针，注意面向本国生产实践需要，培养大批能够扎根于国内、扎根于生产实践的工业化基础人才。20 世纪 50 年代，国际冷战局面的形成和美国入侵朝鲜，则为日本经济重新起飞提供了千载难逢的机遇，它使日本经济在 5 年内迅速恢复到战前水平，为日后经济高速增长奠定了坚固的物质基础；以上这些因素，加之日本民族所固有的勤劳耐苦精神，日本飞速从战争的废墟中崛起。

然而，“战后经济奇迹”虽使日本获得了丰厚收益和世人的

敬仰，却也重新膨胀了其压抑已久的自大情愫，为日后经济泡沫埋下了隐患。

“失去的十年”

日本的经济泡沫是由股市、房地产及银行信贷三股泡沫共同吹起的，首先起源于股票市场的急剧膨胀。从1985年末到1987年9月不到两年时间内，日本股价上涨了近一倍。1987年10月底，世界股价因为美国“黑色星期一”股灾而不断暴跌，但日本政府此时却在国内资金极为富裕的条件下进一步放松银根，膨胀信用贷款，使得经济继续呈现过热状态。1987年末，日本股票价格总额竟达到了全球股价总值的近一半。人口只有美国的一半，GNP只有美国60%的日本，股票市值竟然超过美国成为世界第一。有学者做过统计，日本股票价格在此1985年到1989年四年间年平均增长率近乎50%，为美国股市的一倍半，但日本实际GDP在此4年间平均增长率还不到5%。这种畸形“增长”显然是人为投机的结果，也必然孕育着巨大的风险隐患。

在股市疯狂急升的同时，日本房地产行业日益火爆。日本是由4个较大岛屿组成的岛国，人多地少，地价和房价的上涨是必然的。实际情况也是如此，二战之后日本的房价、地价始终处于上涨状态。20世纪80年代中期之后，伴随股票价格离奇攀升，地价开始飞速上扬。根据日本不动产研究所的调查，日本六大城市的商业区地价指数，从1955年到1988年短短33年间竟暴涨了100倍。但在此期间，日本名义GNP上涨还不到44倍。地价疯狂上涨，加上日本从80年代中期又执行了错误的金融政策，放松了银根，严重助长了这一时期的投机活动。据调查显示，从仅1985到1990年5年间，日本全国地价就上涨了近一倍。地价



上涨所产生的虚拟资本收益高达千万亿日元，相当同期日本GNP年平均值的3.6倍。据测算，20世纪90年代末的日本土地资产价格总额竟然可以购买大约25倍的美国，其疯狂上涨的程度可见一斑。

另一方面，银行信贷泡沫在这一时期也被疯狂地吹大。由于房地产行业的特殊性，其保值增值性在国土面积狭小的日本得到了广泛认同，且当时房价、地价不断上涨，使得包括权威银行在内的许多金融机构普遍认为只要有房地产作抵押，贷款就不会有任何风险。这种做法为银行的巨额呆账埋下了祸患，20世纪80年代后期，日本企业的融资需求出现了急剧上升，内部融资和外部融资总量规模不断扩大，年均约为116亿日元，比前4年平均增加一倍。这大多是由投机需求所致。

股市、银行信贷、房地产三大因素，将日本经济推到了前所未有的高度，使得日本在“经济起飞奇迹”的光环下愈发得意，但是，经济虚高却使社会收入公平遭到严重破坏。股价、地价等虚拟资产价值暴涨严重扭曲了国民收入在普通民众间的再分配，人们对当时经济状况所产生的不公平愈发不满，房地产价格过高也使得像工业等实体经济的生产成本迅速上升，最后连道路建设等城市再开发项目也被迫搁浅了。

日本政府迫于灼热的经济现实，开始调整其经济政策，日本央行从1989年3月起11个月内连续5次提高贴现率。然而，急剧收紧的货币政策刺破了资产泡沫。随着“泡沫经济”的破灭，日本经济陷入以通货紧缩和经济衰退并举的长期停滞期。

经济持续低迷带来了一系列连续性恶果，人口失业数量激增、国民消费支出锐减、赤字财政数量庞大。就业的不景气也严重影响到了普通居民的消费支出，这一时期，日本家庭实际消费支出均为负增长。为了带动消费、刺激经济，日本政府实行了庞大的赤字财政，截至2001年，日本政府仅国内债务就已高达7

万亿日元，比起GDP总量还高三成，如此沉重的财政负担也是其他发达国家所没有的，对此，日本前财务大臣宫泽喜一感叹道，日本财政已到了“崩溃边缘”。

美日贸易摩擦与“广场协议”

20世纪80年代，美国财政赤字剧增，对外贸易逆差大幅增长，美国希望通过美元贬值来增加产品的出口竞争力，以改善美国国际收支不平衡状况。在这一背景下，美、日、德、法、英五国于1985年9月22日签署了著名的“广场协议”。广场协议要求五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以增加产品的出口竞争力，改善美国国际收支不平衡状况，解决美国巨额贸易赤字问题。

日本政府从“争取成为与其经济实力相适应的政治大国”的角度出发，对“日元升值”这一问题采取了积极的姿态。当时日本的大藏省（相当于财政部）大臣、后来成为日本首相的竹下登表示愿意协助美国采取入市干预的手段压低美元汇价，甚至说“贬值20%，OK！”

随着“广场协议”的签订，日本在持续多年的高速增长之后，国民财富以几何级数急剧膨胀，在随后的不到3年时间里，日元兑美元升值一倍。到了20世纪80年代末，日本更是一跃成为世界上第二位的经济大国。那个时期，日本企业家们的虚荣心得到了充分的释放，他们在欧美收购公司，置地扩张，刮起了一股日本旋风，可谓风光一时。在世界各大艺术品拍卖会上，频频举牌竞拍的大多是神秘的日本人，他们出手阔卓，毫无顾忌。有评论惊呼，西方艺术品尤其是雷诺阿、凡·高的名画等，由于日本人的竞购，市场价值至少飙升了一倍以上。



日元升值除了给日本带来短暂性的华而不实的荣誉外，似乎只有随后巨大的灾难了，而这一点是当时头脑狂热的日本人万万没有想到的。从经济学上讲，本币的升值必将导致以本币计价资产的升值，特别是虚拟资产的升值幅度将会远远超过本币升值幅度——其主要原理是本币升值将增强对本国经济的信心，大量热钱将因追逐高额利润而流入，而虚拟资本市场是热钱得到最快回笼、获得最高回报的场所，也就理所当然的成为了投机的乐土。

日本的情形就是对这一规律的绝佳例证。汇率的提升也使得东京和大阪的外汇投机交易剧增。签署“广场协议”后，日本外汇投机交易几乎猛增了一倍以上。1998年美国外汇投机指数才刚刚赶上日本1988年的水平。日元汇率波动促使日本银行开始转变传统经营方向，将大量资金投向房地产市场和房地产金融公司，加速了泡沫经济的形成。

政坛频繁洗牌

自日本与美国签署广场协议以后，日元大幅度升值，日本对外出口受到严重影响，这对出口立国的日本来说，打击是相当沉重的。为了应对日元升值带来的负面后果，日本于1989年实行紧缩性的货币政策，自此，日本进入了持续十几年的衰退期。

日本经济长期的萎靡不振，迫使执政党不断采取新的经济措施刺激经济发展。但是，这并没有把日本带出经济萎缩的泥淖，反而不断诱发政坛更迭，这对于经济低迷中的日本只能是雪上加霜。

自广场协议以来，日本首相更换之快令人咂舌。自1985年至今，日本共有14位首相在任，其执政时间一共20多年，平均约为每两年换一位新的首相。而在日本政坛历史上，执政周期最

短的仅59天。日本首相频繁更换，其重要原因就是执政后国内的经济形势并没有很好的扭转。经济危机也许不是日本政坛更迭的唯一原因，但一定是重要诱因。广场协议不仅对日本经济产生了负面的影响，也对日本政坛荼毒颇深。

自由、扩张——将金融推向何处？

"广场协议"为日本经济危机的生成提供了必要的外部条件，日本国内金融政策的错位对日本经济危机的产生也起到了不可忽视的推动作用。日元升值使得国内外的巨大流动性迅速投向了高风险市场，如房地产市场与股票市场等。当时的日本政府似乎认识到了这种危险，但却没能够采取正确的调控措施。

一方面，日本为了避免日元的过快升值大量购买美元而带来的"日元升值萧条"，制定了以国家投资、私人投资和个人消费支出扩张为引擎的内需型增长策略。为了这一策略能够进行下去，日本被迫增加货币的投放量，并一再放松银根，使基准利率多次创下了历史新低。日本银行在这期间曾连续5次下调利率，利率水平由1985年的5%降至1987年的2.5%，但遗憾的是，由于日本政府和银行对资金走向缺乏有效地诱导和控制，这种低利率并没有如日本政府所期望的使企业和个人对实体经济持续扩大投资，而是使其资金流向了比较容易得利的股市和房地产领域。大量资金的不断涌入，催生了股市和房地产领域的巨大泡沫，使整个日本经济泡沫化。

另一方面，对于资金在股市与房地产之间的恶性流动，日本政府和银行缺乏有效的监管。面对房价、地价的狂热上涨，日本金融机构被冲昏了头脑，普遍提升了预期、放宽了借贷的限制。对于拥有土地、股票等做担保的借款人，几乎不用考虑其贷款用



途与偿还能力就轻率地发放贷款，有的银行甚至按照“预期”的上涨幅度来估计土地、股票等抵押品的价格。甚至出现了这样的状况，在经济泡沫过程中，日本企业以自己手中的房地产为抵押，向银行大量贷款，得到贷款以后投资股市，股市赚钱以后，又投资房地产，然后再以房地产为抵押进行新的贷款。如此恶性循环的怪圈对实体经济的发展没有实质性的帮助，反而使泡沫越鼓越大。举国性的狂热使得大藏省所制定的各种贷款审查、投资审核制度都如一纸空文，不起任何作用，而经济泡沫也愈发膨胀。

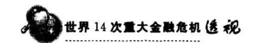
这样一来，日元升值与错误的金融政策共同将巨大的经济泡沫吹了起来，它使得大量流动性涌入日本。而当时的日本正处于产能相对过剩、消费基本饱和的境况下，过多的流动性只有投向高风险市场，经济泡沫也因此被越吹越大。当泡沫破灭时，日本经济便进入了长达10余年的低迷。

“日本式陷阱”引人深思

日本经济危机在给人带来无限伤痛的同时，也留下了“日本式陷阱”这一经济发展的实例和重大课题。

“广场协议”之所以被很多人视为日本经济进入10多年低迷期的罪魁祸首之一，关键在于其大大抬升了日元汇率，增加了日本国内的流动性，使日本国内投机成风，疯狂地吹起了经济泡沫。汇率问题之所以重要，就在于它与诸多经济因素（指标）相联系，牵一发而动全身。日本的经济泡沫就是一个很好的例证：本币预期升值会成为一个国家资产泡沫膨胀的最直接诱因。

这是因为本币升值不仅会降低本国产品的国际竞争力，给国家的对外贸易带来巨大损失；还会诱使国际投资性资金为获取利



差而疯狂的涌入，且这些巨额的短期性投资大都偏好投资回报率较高的股票市场和房地产市场，而这些领域基本上是公认的经济泡沫高发区。除此之外，这种做法更是配合了普通公众那种“追涨杀跌”的心理作用，普遍地提升人们的预期，使公众很难相信价格会突然下跌，进一步吹大了已有的经济泡沫。

货币政策应该是圆润的、稳健的，过度扩张与突然收缩都有可能对国民经济产生破坏性影响。在任何泡沫经济的形成过程中，极度扩张的货币政策几乎都会起到火上加油的作用；而在经济泡沫即将破灭的时候，突然收缩的货币政策无疑是雪上加霜。“广场协议”所带来的日元贬值使得经济泡沫产生，极度扩张的货币政策就是将经济泡沫无限吹大的凶手。

一般情况下，为了推动经济平稳增长，各国政府大多实行稳健的货币政策。何谓稳健的货币政策？简单地讲，实行稳健的货币政策其实就是要保持币值对内对外的双重稳定。国内著名经济学教授易纲讲，币值稳定有两个含义：其一，控制通货膨胀，即对内购买力要稳定；其二，保持人民币的汇率在合理均衡水平上的基本稳定，即对外也要比较稳定。稳健的货币政策，它的目标就是为了保持币值的稳定。只有币值保持稳定，宏观经济才有平稳增长的可能性。当然，这种“稳健”也并不是指币值的“固定”，它并不排斥根据经济形势的变化在操作层面灵活地实行适时适度放松或收紧银根的货币政策措施。

日本大藏省在这次经济泡沫的产生和破灭中起了重要的推动作用。二战之后，作为日本财政枢纽的大藏省，为了促进近乎破产的日本经济能够快速发展，解决企业发展过程中的资金瓶颈，它先后推出了许多保护性的措施来维持金融机构的稳定，这些措施在20世纪90年代初期之前一直发挥着重要作用，为日本的经济腾飞筹措了巨额资金。

曾经有学者形象地指出，以大藏省为代表的日本金融当局逐



渐演变为金融机构的“护送舰队”。它们积极地为大量陷入经营困局的金融机构进行融资，而不管其问题有多严重，这种严重违背市场规律的做法潜藏了巨大的风险。20 世纪 90 年代日本的金融自由化进程加快，同时，由于货币的汇率形成机制出现了非市场化干预的因素，造成了本币的过快升值。加之日本的金融监管体制改革严重落后于其金融自由化的步伐，为国际金融资本进入股市和房地产市场进行投机大开方便之门，最终的结果就是产生了过度膨胀的资产泡沫。

回首日本的教训，在一国资本市场的发展过程中，首先，必须要建立起完善的金融监管体制，要求存在问题的金融机构进行整改或将其及时地剔除出本国的金融市场，严防这些问题机构对国内金融市场的扰乱。其次，金融监管部门还要对资本价格泡沫的产生和扩大保持严格的监控和管理，以防患于未然。

20 世纪 90 年代日本金融泡沫的启示还有很多，如要警惕金融全球化背景下外资的疯狂投机、健全国内的经济产业结构等，其中最重要的是在发展本国经济、融入世界金融大潮的过程中，永远保持谨慎的“国家心态”。





墨西哥金融危机产生的“龙舌兰酒效应”早已离我们远去了。
它是新兴市场国家在“新兴市场时代”爆发的第一次金融危机。

第九章
墨西哥金融危机
(1994年)

TOUSHI





曾经被西方经济界誉为“经济调整典范”的墨西哥，1994年12月至1995年3月间经历了一场震动全球金融市场的黑色风暴。风暴所致，哀鸿遍野。当时，比索汇率狂跌，股票价格暴泻，影响波及北美自由贸易区和整个拉美地区，给全球金融市场造成了强烈的冲击。这场金融危机被认为是新兴市场国家在“新兴市场时代”爆发的第一次金融危机。

这一危机产生的“龙舌兰酒效应”（墨西哥盛产龙舌兰酒，自20世纪90年代以来，西方国家多把在墨西哥发生的具有影响的事件称为“龙舌兰酒效应”）早已消失殆尽，但它留给人们的记忆确实非常深刻。

玛雅之国

墨西哥是拉美第三大国，位于北美洲南部，是南美洲、北美洲陆路交通的必经之地，素有“陆上桥梁”的美称。

提到墨西哥，人们头脑中首先会想到的是古老的文明史和“白银王国”的美誉。作为美洲大陆印第安人古老文明中心之一，闻名于世的玛雅文化、托尔特克文化和阿兹特克文化均为墨西哥古印第安人创造。公元前兴建于墨西哥城北的太阳金字塔和月亮金字塔都是这一灿烂古老文化的代表。此外，墨西哥在不同历史时期还赢得了“玉米的故乡”、“仙人掌的国度”、“白银王国”、“浮在油海上的国家”等美誉。不过，也正是这其中的某些美誉，给墨西哥带来了人为的灾难和危机。

从“典范”到“危机”

墨西哥矿业资源十分丰富，天然气及矿产品的蕴藏量都位居世界前列。其中白银的产量多年居于世界之首，素称“白银王国”，也是拉美第一大石油生产国和出口国。此外，悠久的历史文化、独特的高原风情和人文景观以及漫长的海岸线，为墨西哥发展旅游产业提供了得天独厚的有利条件，墨西哥城、坎昆等均为著名的旅游胜地。

墨西哥一方面具备了得天独厚、资源富足的有利条件，另一方面政府又逐渐推行市场化的改革措施，使得墨西哥GDP居拉美第二位，仅次于巴西，成为拉美经济大国。在20世纪50年代到80年代初的30多年里，墨西哥经济年平均增长率保持在6%～7%。虽然人口年增长率高达3%，但人均国内生产总值仍可保持较高的增长率。在工业化和农业现代化的进程中，墨西哥以其政治稳定的特点有力地保证了经济的持续发展，促进了经济产业部门的结构变化。农业在国内生产总值中所占的比重逐年下降，工业，特别是制造业的比重大幅上升。1980年，制造业所占比重上升到24.1%，从而使墨西哥由战后落后的农业和矿业原料生产国和出口国逐步变为经济结构多样、门类比较齐全的新兴工业国家。

然而，20世纪80年代的墨西哥经济走到了崩溃边缘——本国货币比索一再贬值，高达3位数的恶性通货膨胀。财政赤字竟占国内生产总值的16.9%。债务危机引发了墨西哥的经济衰退和艰巨的经济调整任务，全国经济陷于长期的停滞或下降危机之中。1986年墨西哥加入关税及贸易总协定，并从此开始了由内向型发展模式向外向型发展模式的转变。



关税及贸易总协定，是一个政府间缔结的有关关税和贸易规则的多边国际协定。它的宗旨是通过削减关税和其他贸易壁垒，削除国际贸易中的差别待遇，促进国际贸易自由化，以充分利用世界资源，扩大商品的生产与流通。从 1995 年 1 月 1 日起，由世界贸易组织取代关贸总协定。

1988 年以来，时任总统萨利纳斯实行了一系列改革措施，开始对国营企业进行“私有化”，使政府甩开包袱，轻装前进；成功地与债权国进行了债务谈判，使墨西哥得以克服经济困难；他执政第二年墨西哥就在拉美率先恢复经济增长，并成功地进行了北美自由贸易谈判。在国内，萨利纳斯积极推行全国互助计划，进行大规模的扶贫，帮助落后地区解决经济发展和社会福利问题。萨利纳斯是一个不知疲倦的人，几乎每周都去各州视察。因此，萨利纳斯总统在墨西哥国内外都有很高声望，改革也取得了巨大成效。到 1993 年通货膨胀率则控制在了个位数以内。1990 年，国内生产总值增长率达到 4.4%，创 1982 年来最高纪录。财政赤字到 1991 年终于扭亏为盈，财政盈余相当于当年国内生产总值的 2%。

金融危机爆发以前，墨西哥经济社会的转型被誉为是“拉美国家一个正在崛起的新兴工业化大国”、“外国投资者的天堂”、“南北经济合作的典范”。

1993 年 10 月，《华尔街日报》在纽约举办的第二届美洲会议，曾邀请墨西哥财政部长塞拉发表演说。几乎所有参加会议的大公司首席执行官、银行家、投资者和记者，都为塞拉描述的墨西哥的改革成就以及《北美自由贸易协定》（由美加墨三方于 1992 年签订。其主要内容有：关税相互减免；取消进口限制；坚持产地规定；政府采购协定；鼓励投资；扩大相互金融服务；发展相互自由运输；鼓励保护知识产权；协商争端解决机制等）将带给墨西哥的美好前景感到欢欣鼓舞。但没有人知道，就在此

时，墨西哥恰帕斯州的印第安农民正在为举行暴动做最后的准备，也没有意识到墨西哥经济中的一些问题正在变得越来越明显。

当时，一些国际机构似乎不遗余力地树立墨西哥的“光辉形象”。例如，1993年，世界银行在年度报告中说，“拉美地区的几乎所有国家正在实施调整计划。智利和墨西哥已确立了一种使人均收入持续增长和通货膨胀率下降的趋势。这两个国家是最为明显的成功的例子。”世界银行还在危机前发表的《国别经济备忘录》和研究报告中指出，《北美自由贸易协定》的签订将使墨西哥实现一个更高的起飞。

国际货币基金组织在表扬墨西哥方面也不甘示弱。1992年，该组织主管西半球事务的一位高级官员指出，1989年，墨西哥逐步回到了国际资本市场，加上墨西哥开展了广泛的经济改革，在中期内将取得持续的经济增长。甚至在1994年10月，该机构还在《世界经济展望》中对墨西哥的前景做出了美好预测。

北美自由贸易协定的主导国美国更不甘人后，在1994年底举行的美洲国家首脑会议上，克林顿总统不遗余力地称赞其“好朋友”萨利纳斯在墨西哥开展了史无前例的改革，并要求其他拉美国家领导人向萨利纳斯学习。克林顿还高度评价新任塞迪略总统做出的继续推进改革的承诺。但是塞迪略是一位很不幸运的总统，在他执政伊始，墨西哥就遭遇了震惊世界的金融危机。

“导火线”：比索贬值

上帝并没有对墨西哥特殊地眷顾。1994年12月至1995年3月间墨西哥却经历了一场震动全球金融市场的黑色风暴。比索汇率狂跌，股票价格暴泻，影响波及北美自由贸易区和整个拉美地



区，给全球金融市场造成了强烈的冲击。比索贬值成为了墨西哥金融危机的“导火线”，也正是因为如此，人们将这一金融危机称作“比索危机”，它是新兴市场国家在“新兴市场时代”爆发的第一次金融危机。

由于外贸赤字恶化，国外投资者信心动摇，资本大量持续外流，1994年12月19日上任伊始的墨西哥新政府，突然宣布本国货币比索的汇率贬值15%，这项决定的发布加剧了外国投资者的恐慌，资本外流愈加凶猛，引发了墨西哥金融市场的动荡，在这之后的48小时之内，比索汇率再度贬值15.3%，金融市场的投机活动进一步加剧，资金外流更趋严重。两天之内，政府失掉了40～50亿美元的外汇储备。此后短短几天，外汇储备几近枯竭，降到了少于一个月进口额的水平，比索兑换美元的汇价就暴跌了42.17%，最后墨政府被迫宣布让新比索自由浮动，政府不再干预外汇市场。

比索汇率不断狂跌、股票价格一泻千里的金融危机，无论在墨西哥还是现代金融史上都是极其罕见的。从1994年12月到次年3月3日，墨西哥股市第一大股票指数IPC指数已跌至1500点，比金融危机前最高点2881.17点已累计跌去了47.94%，股市下跌幅度超过了比索贬值的幅度。

失去“典范”的光环，墨西哥经历了一场前所未有的金融危机。

墨政府紧急救援计划

墨西哥的国内局势一直是个软肋，1994年12月19日，恰巴斯农民武装再次暴动，直接破坏了国内政局的稳定。外国间接投资者是最敏感的，迅速抽走了30多亿美元，使形势更加困难。

12月20日，政府金融当局与由企业、工会和农民代表组成的“福利、稳定和发展契约”委员会进行紧急磋商，宣布政府决定取消干预，实行比索汇价自由浮动，由市场供求决定汇率，直至趋于稳定。同时，政府要求企业和工会支持冻结商品和劳务价格60天，以便稳定民心和消除金融市场出现的混乱。

但事与愿违，公众对墨西哥政治和经济形势缺乏信心，依然在市场上大肆抢购美元，致使比索贬值的失控局面未能刹住，比索对美元的汇率贬值60%。比索暴跌挫伤了投资者信心，促使他们纷纷从股票和证券交易市场撤资，引发了金融股市猛跌危机。在被称为“黑色星期二”的1995年1月10日，墨西哥股市一度下跌了11%。冲击波开始危及世界货币和股市的稳定，造成拉美和亚洲一些国家股市的下跌。据粗略统计，这场金融危机造成了投资者数十亿美元的损失，仅墨西哥的股市交易额就下降了44%。全球性的金融紧缩由此开始。

为了稳定新比索升值并缓解金融危机的强烈冲击，墨西哥政府在1994年12月20日宣布实行经济应急计划，提出了三项目标：在短期内将“经常项目”（一般指的是本国与外国进行经济交易而经常发生的项目，是国际收支平衡表中最主要的项目，包括对外贸易收支、非贸易往来和无偿转让三个项目）逆差减少到一个可以承受的水平；尽快创造条件恢复经济活力与增加就业；尽可能将新比索引发的通货膨胀控制在最小的范围内，避免产生新的通货膨胀。

为了实现这三项目标，墨西哥政府启动了四项具体步骤：与社会各界签署协议，控制工资上涨幅度，以制止通货膨胀，并通过设立特别基金争取在最短时间内恢复金融市场的稳定；削减1995年计划内5.2%的公共支出；进一步深化经济结构改革，提高劳动生产率和经济的竞争力；充分利用国际信贷建立财政救助基金。可是，政府的努力已无法追回墨西哥昔日的辉煌，巨大的

灾难考验着墨西哥政府和人民的应对智慧。

"大哥、众友"鼎力相助

一直以来，美国是墨西哥投资开放和国际贸易市场上的最大受益者，当然也自然成了金融危机的最大受害者。危机发生前，美国在墨西哥的投资高达750亿美元，主要是投资证券市场与购买国债，这次金融危机使得美国投资者损失近100亿美元。为了帮助墨西哥尽快渡过难关，美国政府和国际货币基金组织等国际金融机构决定提供巨额贷款，支持墨西哥的救援计划。克林顿总统提出的向墨西哥提供400亿美元贷款保证的一揽子计划在国会讨论时受挫之后，决定使用特别权力，从"外汇平准基金"中拿出200亿美元救援墨西哥，墨西哥以其石油出口作担保。美国还推动国际货币基金和国际清算银行分别提供178亿和100亿美元救援墨西哥。其他国际商业银行也向墨西哥提供了30亿美元援助，加拿大提供了10亿美元，拉美的巴西、阿根廷、智利等国也向墨西哥提供了10亿美元的援助。至此，在美国牵头下，墨西哥得到了528亿美元的国际援助。

在国际社会"众友"的鼎力援助下，墨西哥外汇储备迅速回升，股市也有所好转，金融形势渐趋平静。到1996年，墨西哥逐渐摆脱了金融危机的影响，经济开始出现新的增长。

与以往亚洲金融危机和俄罗斯金融危机相比，墨西哥金融风暴得到了以美国为首的大国和国际金融机构的大力救援，一定程度上降低了墨西哥的损失。但这场"新兴市场时代"爆发的第一次金融危机，所折射出来的意义非同凡响。

原因并非“运气不好”

墨西哥金融危机的“导火线”是比索贬值，国外学术界亦将这一金融危机称作“比索危机”。但毋庸赘述，比索贬值并非必然诱发危机，因为墨西哥在1954年和1976年也实施过两次贬值，可并没有带来危机。可见，1994年墨西哥金融危机的爆发，是一系列经济、政治问题在各种不良因素作用下发生质变的必然结果，不是墨西哥政府所说的“运气不好”。

之所以说“运气不好”，主要是因为1994年墨西哥政局多次出现动荡，每一次动荡都导致资本流入量大幅度减少。墨西哥政府将比索的贬值压力和由此引发的国际储备减少归为运气不好。冰冻三尺，非一日之寒。墨西哥这次金融危机的爆发，原因是复杂的，国际国内，政治、经济、社会因素交织，并非仅仅是一个表面的“比索贬值”所致。

产生危机的根本原因：在以新自由主义经济思想方法为理论依据的“华盛顿共识”引导下，政府推行新自由主义经济政策失误，导致政局不稳，恶性循环。

华盛顿共识，是1989年针对拉美国家和东欧转轨国家的新自由主义的政治经济理论。其核心就是促使第三世界国家走私有化、自由化和透明化的经济发展道路。“华盛顿共识”的主要内容分为三个方面：“财政紧缩、私有化、自由市场和自由贸易”。根据这个共识，美国等债权国向发展中国家及经济转轨国家硬性推出一套经济改革政策。这种经济改革政策是基于以美国为首的发达国家的国家利益设计的，这种政策选择的结果将导致像墨西哥这样的国家宏观经济结构失衡。同时，在经济调整和改革过程中各阶层的利益难以得到很好的协调，收入分配不公和贫富悬殊



现象日益严重，社会矛盾空前尖锐，最终导致政局动荡不稳。出现危机，外国投资者对墨西哥经济前景缺乏信心，纷纷将资金抽走，为了添补亏空，墨西哥政府迫不得已动用了国际储备金，结果使得外汇储备急剧下降，最终酿成了大祸。

在当时的墨西哥，农业的持续衰退、政府对农业的补贴减少和外国农产品大量进口造成数百万农民破产。这一情形的直接后果是恰帕斯州印第安农民发动武装暴动。同时，中小企业破产和国有企业私有化以后大量裁员，失业人数越来越多，公开失业人数达 350 万，成为社会不安定的重大因素。另外，工资购买力不断下降，人民群众不满情绪增加。这些尖锐的社会问题使连续执政已半个多世纪的革命制度党受到挑战，1994 年该党总统候选人科洛西奥和总书记鲁伊斯先后被刺身亡。同年 12 月中旬，新总统塞迪略就职不久，萨帕塔民族解放军宣布结束停火，封锁公路、占领城镇，使恰帕斯州的形势再度紧张。这在外国投资者中引起很大的不安，外资停止流入甚至撤走，造成外汇储备急剧减少。

主要原因：经常项目巨额逆差，外资结构不合理，最终导致金融危机。

造成经常项目巨额逆差具体有多方面因素：贸易自由化使墨西哥在加入北美自由贸易区后进口大幅增加，耗费了大量的外汇储备，面临空前的贸易危机；在解除资本管制后，墨西哥实行了钉住美元的汇率机制，使比索能够随美元的波动进行自动调节，减少了汇率不稳定对经济造成的波动，这一隐性的“汇率保障”吸引了大规模私人资本流入，弥补了经常项目逆差，形成了墨西哥的外汇储备；大规模的资本流入提高了比索的币值，导致出口竞争力下降，推动经常项目的进一步恶化；墨西哥本国经济增长缓慢，在国际市场上其产品竞争力不强，通货膨胀率的增长速度高于比索贬值的速度，比索高估的问题愈来愈严重，相对比较优

势逐渐丧失，最终阻碍了出口，刺激了进口，使得贸易逆差加大。而贸易收支出现巨额逆差，比索贬值很容易引起投机者的攻击，诱发金融危机。

显性原因：政府措施步伐过快，估价过高，决策失误，管理不到位。

为了吸引外资，1991年下半年，墨西哥政府彻底开放了证券市场，外资银行、保险、证券、信托、融资租赁等众多的金融机构都蜂拥而入，纷纷在墨西哥这个新兴国家中设立分支机构。外资金融机构的过快进入，造成外资流入过猛，产生了许多负效应，增加了金融市场的不稳定因素，这样不但大大地超过了它自身的经济承受能力，同时也削弱了国家的经济实力和调控能力，使它的金融市场在某种程度上受着国外证券投机者的支配或制约，这本身就孕育着极大的危险。当外资大量涌入时，缺乏正确的对策，市场对外开放的速度、幅度已经远远超过了当时墨西哥国内的承受能力，造成巨额贸易逆差，导致外汇储备急剧下跌，就埋下了危机的隐患。

墨西哥政府很早就把本国货币与美元挂钩，而且长期保持相对稳定的汇价。而事实上，由于通货膨胀率一直较高，比索早应贬值，但是为了控制通货膨胀加剧，保证外国投资的安全，虽然上届政府已经发现这个情况（比索高估约达30%），却没有采取强有力的措施。结果，当1994年底，“不幸”的墨西哥新总统塞迪略就职时，国库所剩的国际储备不足65亿美元，根本无法维持本国的经济正常运转。为了拉动出口，减少进口，阻止资金外流，稳定外汇市场，塞迪略政府突然决定采取比索一次性贬值的措施。在人们毫无思想准备的情况下，这一消息通过电台和电视台传播开来，不但没有取得预期的效果，反而引起社会上的极大恐慌，人们纷纷抢购美元，比索汇率急剧下降，金融市场出现混乱。



主要诱因：短期投机性资本兴风作浪，造成外资结构不合理。

外国资本有长期性产业投资和短期的投机性投资，后者也称“飞燕资本”，它们为追求最高利息、利润而来，流动性和投机性很强，一有风吹草动就可以立即抽走。由于过分依赖外资发展经济，对外资缺乏正确的政策引导和严格管理，墨西哥经济脆弱性显现，导致抵御外资游动的风险过大。萨利纳斯总统上台之后，墨西哥政府放宽对外资引进的限制，大量外资涌入国内。这些外资的涌入为墨西哥经济注入了活力，但由于只重视投资数量，不注意投资质量，同时又缺乏正确的政策引导，利用与管理不善，结果适得其反，埋下了经济危机的祸根。

墨西哥吸收的外资中，直接投资仅占25%，其余大都是投向证券市场的间接投资。用于生产领域的则少得可怜，大部分流向流通领域，使得产业结构不合理状态加剧，效益低下，经济增长乏力。短期证券投资资金天生一味追求高利息回报，缺乏稳定性，具有极强的投机性。一旦遇到国际金融市场利率提高，或投资国政治经济形势动荡不定时，投资者就会马上抽走资金，流向更有吸引力的投资场所。这种自由流动的风险资本，毫无疑问地成为引发墨西哥金融危机爆发的原因之一。

墨西哥金融危机产生的“龙舌兰酒效应”早已离我们远去了，但它的深刻教训却是一笔财富，应该为后人所汲取。

"市场留下投机的空间是政府的过错。"

——国际投资家　乔治·索罗斯

第十章
东南亚金融危机
(1997年)

TOUSHI

“泰国虎”病倒了

20世纪90年代以来，以泰国为代表的东南亚各国经济年均增长率均在6%以上，成为世界上经济增长最快的地区。泰国、马来西亚、印尼和菲律宾四国发展尤为迅速，并称“亚洲四小虎”。但好景并没有维持长久，1997年7月随着泰国政府对泰铢实行“管理式浮动”（这是一种介于紧盯美元的联系汇率，以及由市场决定汇价的自由浮动制度之间的汇率制度）政策的出台，随后形势骤变，令世人惊叹的“泰国虎”突然病倒了，伴随其长达7年的“亚洲经济神话”也被无奈地画上了休止符。

泰国政府的这项汇率政策，就等于向世人宣告了泰铢的贬值，泰国金融市场随即崩溃：当天泰铢下跌了20%，在一夜之间失去了五分之一的国际购买力。泰铢的大幅贬值引发一连串连锁反应，危机如洪水般向世界各地蔓延，先后传染到马来西亚、印尼等东南亚各国和俄罗斯、拉美等一些国家，造成严重的经济、社会问题。危机所到之处，汇率下跌、外资抽离、股价暴跌、企业倒闭、政局动荡。有学者做过统计，仅韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家的经济损失就接近6000亿美元，这些国家按美元计算的人均收入水平一下子倒退了10多年。

这场危机犹如一枚深水炸弹，将东南亚国家在经济快速增长模式背后隐藏的诸多问题充分暴露了出来，给各国经济社会发展敲响了警钟。然而，东南亚这个看起来前程似锦的地区，为何突然间走到了经济和社会崩溃的边缘呢？

金融奇才索罗斯

提到东南亚金融危机，有一个人是绕不过去，也是绝对不可以忽视的，他就是国际金融炒家乔治·索罗斯——国际江湖上的“金融天才”。他犹如华尔街上的一头金钱豹，行动极其敏捷，善于捕捉投资良机。一旦时机成熟，他必将有备而战，反应神速。在华尔街，索罗斯是一名世人熟知的投资高手，但真正让外界所了解的，却是20世纪90年代的两次大危机，而这两次危机包括本次东南亚金融危机，索罗斯都是其中的关键人物。

1930年，乔治·索罗斯出生在匈牙利布达佩斯的一个中上阶层的犹太人家庭。他的父亲是一名律师，性格坚强，极其精明，对幼时索罗斯的影响极其深远。父亲一直向索罗斯灌输着“财富太多对人是一种负担”的人生观。这种启蒙教育促使索罗斯在后来的生活中，不太看重集聚财富，而是将亿万家财投入慈善事业，这不能不说是源于其父亲对他的影响。

1953年春天，索罗斯从伦敦经济学院学成毕业，但所获学位对他毫无帮助。生活的艰辛让他对钱的重要有了愈发深刻的认识。他也逐渐放弃以前那种不切实际的想法，开始寻觅一个能够提供高工资的工作。当索罗斯发现参与投资业有可能挣到大钱时，他就给各家投资银行发自荐信，最后一家公司聘他做了个见习生。就这样，一个享誉世界的天才投资家的金融生涯从此揭开了序幕。

此后他又在多家公司从事套利交易员、证券业务、投资分析师等工作，成绩斐然，但是天才的金融家并没有因此而停止追逐的脚步。

真正给索罗斯以后投资生涯带来重大转折的是遇到了耶鲁大



学毕业的同事吉姆·罗杰斯，也许是因为命运的安排，两位天才投资家结成联手。

1973 年，他们创建了索罗斯基金管理公司。公司刚开始运作时规模并不大，索罗斯和罗杰斯都特别的投入，他们订了大量商业刊物，收集了 1500 多家美国和外国公司的金融财务记录。罗杰斯每天都要仔细分析研究 20～30 份年度财务报告，以期寻找最佳投资机会。他们紧紧抓住每一次赚钱的机会，天才般的组合，终于因为共同的事业——量子基金而创造了全球金融投资领域的奇迹。

由于索罗斯和罗杰斯超群的投资才能和默契配合，索罗斯基金公司业绩辉煌，两人在华尔街社区中也格外引人注目。1979 年，索罗斯将公司更名为量子基金，这主要源于海森伯格量子力学的测不准定律。索罗斯认为市场总是处于不确定的状态，总是在波动，在不确定状态上下注，才能赚取高额利润。

量子基金在国际金融市场上曾经一度呼风唤雨。该基金最初设立在纽约，主要投资于商品、外汇、股票和债券，并大量运用金融衍生产品和杠杆融资，从事全方位的国际性金融操作。凭借索罗斯和罗杰斯二人天才般的分析能力与胆识，引导着量子基金在世界金融市场一次又一次的攀升和破败中逐渐成长壮大。经过不到 30 年的经营，至 1997 年末，量子基金已增值为资产总值近 60 亿美元的巨型基金。

金融杠杆：泰国经济的梦魇

为了在泰国等东南亚国家狠捞一笔，索罗斯采用其最擅长的立体投机策略对泰国金融市场进行打压。所谓立体投机，就是充分利用金融杠杆“以小搏大”的奇妙功能，通过三个或者三个以

上的金融工具之间的相关性进行的金融投机 。

正如索罗斯本人所说："我们用自己的钱买股票，付5%的现金，另外95%的资金是借的；如果用债券做抵押，可以借更多钱，我们用1000美元，至少可以买进价值5万美元的长期债券……"以索罗斯为首的国际金融炒家们以微薄的自有资本做抵押，从银行借款购买证券，再以证券抵押继续借款，不仅如此，它们还将借款广泛投机于具有"高杠杆"特点的各种衍生工具，从而进一步提高了杠杆比率。

金融市场就像一张奇妙的大网，外汇即期市场、远期市场、货币市场、资本市场、衍生品市场等各种金融市场之间存在着微妙的平衡，它们环环相扣，节节锁定，牵一发而动全身。任何市场的波动都可能带来整个金融系统的混乱，进而造成国家经济的巨大波动。

时间回到1997年的东南亚，这些国家的金融网络愈发老化，不堪一击，只待高人在其最薄弱处轻轻一捅，它便会灰飞烟灭。

坚守固定汇率＝全盘皆输

作为20世纪七八十年代亚洲经济四小虎之一的泰国，在进入90年代之后，经济发展出现了巨大困境，金融市场也出现了虚假繁荣，但以泰国为代表的东南亚各国却通过投放外汇储备和抬升利率的方式继续维持其固定汇率体制。到了1996年，外汇储备基本消耗殆尽，经济形势异常严峻，这对于大量持有国际货币的大户游资，正是出山进行大型狙击的绝佳时机。

其实，索罗斯很早就窥视着泰国，1997年2月，他认定时机成熟，携带几百亿美元的量子基金、老虎基金来到泰国。他首先从泰国银行借入巨额泰铢，随即使用美元炒买泰铢，顿时造成泰



国市面上泰铢少而美元多，泰铢相对美元升值。然后，索罗斯全部抛售泰铢购买美元，反过来造成泰铢多而美元少，同时大肆传言泰铢将要贬值，接着其他一些国际游资也都纷纷趁机抽离——最终导致泰铢狂贬，泰国股市崩盘、一泻千里。泰国政府为了维持股市稳定采取了诸如设立“股价对策基金”等应急对策，但大势已去，这些做法不起丝毫作用。直到 1997 年 6 月 19 日，泰国财政部部长被迫宣布辞职，但这也未能挽回投资者的信心，反而加大了国内外资本炒作与抽离的速度。

仅过了半个月，泰国被迫宣布将泰铢的外汇管制改为浮动汇率制，这一做法等于向世人宣告了泰铢贬值，汇率的下跌致使泰国一夜之间失去了 20%的国际购买力，其外汇及其他金融市场一片混乱。在泰铢迅速贬值的影响下，危机迅速蔓延到菲律宾、印度尼西亚、马来西亚和新加坡等东南亚国家，菲律宾比索、印度尼西亚盾、马来西亚林吉特成为国际游资热炒的对象，这些国家的股价和汇率随即大幅下跌，“东南亚金融危机”爆发。

一时间，东南亚各主要国家的股市狂泄，货币大幅贬值，至 1997 年底，以美元价值计算的泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡的股市几乎全部下跌了一半。而泰铢、印度尼西亚盾、菲律宾比索和马来西亚林吉特对美元的汇率也都下降了近一半。风暴席卷之处，利率攀升，物价上涨，企业破产，银行倒闭，失业人数剧增，经济出现负增长。东南亚各国数年努力的经济成果毁于一旦。

香港阻击战

在东南亚市场上尝到胜果的索罗斯正虎视眈眈望着另一个“猎物”——香港，急不可待地向这一国际化金融中心进军。

1997年，正值香港回归、港英时代的结束这样的大背景。香港社会较为波动，部分工商业者对中国的经济治理能力持悲观态度，纷纷抽资外逃，经济形势变数大增。索罗斯利用这一千载难逢的机会，迅速下手，如法炮制，想在香港再次掘金，不过这次他们的如意算盘落空了。

由于料定对香港外汇市场发动攻击将引起连锁反应，索罗斯在各个市场上立体布局，加大赌码，妄图浑水摸鱼。1997年10月和随后两次在香港股、汇、期三市上出手，获益颇丰。

1998年8月初，乘美国股市动荡、日元汇率持续下跌之际，索罗斯乘势对香港发动新一轮进攻。他们再次通过对冲基金，接连不断地狙击港币，以推高利率。很明显，他们对港币进行的只是表面的进攻，股市和期市才是真正的主攻目标，声东击西是索罗斯投机活动的一贯手段，并屡屡得手成功。

索罗斯在全力袭击港币的同时，还大肆制造谣言，声称“人民币顶不住了，马上就要贬值，且要贬10%以上”，“港币即将与美元脱钩，贬值40%”。这些言论严重扰乱了人心，金融市场上“羊群效应”显现，香港股票市场出现了阶段性下滑，恒生指数一直跌至6600多点。

面对凶险的局势，香港特区政府顽强回击，金融管理局动用外汇基金投入股市和期货市场，吸纳国际炒家抛售的港币，经过近一个月险象环生的鏖战，国际炒家损失惨重，无法再次实现把香港作为“超级提款机”的企图。在与索罗斯为首的国际金融炒家的巅峰对决中，香港政府调动港资、英资入市，股市、期市、汇市同时介入，力图构成一个立体的防卫网络，令国际炒家无法施展其擅长的“声东击西”或“敲山震虎”的手段。此外，中国大陆强大的经济基础，使香港特区政府信心倍增。

在与金融炒家对决的几次托市行动中，香港金融当局共计投入2000多亿港元，集中收购了香港几大蓝筹股公司的股票，成



为多家香港蓝筹股公司的大股东。这一做法大大提升了香港政府打击国际炒家的力度，并使其在打击国际炒家、保卫香港股市和货币的战斗中完全获胜。

僵化的汇率机制

为了遏制东南亚金融危机的快速蔓延，自1997年8月起，国际货币基金组织牵头，并会同中国、日本、新加坡共同出资170亿美元帮助东南亚国家摆脱金融危机、稳定经济，与此同时，中国政府经过慎重权衡，决定人民币不贬值，香港政府也积极抗击金融炒家们的侵扰。这些做法对稳定东南亚各国的金融形势起到了至关重要的作用。直到1998年10月，以香港阻击战的胜利为标志，东南亚国家的经济状况也逐步稳定了下来，但这场危机的阴影却在这些国家持续了多年，直到本世纪初才慢慢散去。

东南亚金融危机对东南亚国家乃至全球经济带来了巨大灾难。从表面上看，这场动荡的罪魁祸首是以索罗斯为代表的国际投机家和投机集团，根本原因却在于这些国家实行了错误的宏观经济政策。正如那位给东南亚各国人民带来巨大灾难的索罗斯所言："市场留下投机的空间是政府的过错。"实际上，东南亚国家长期实行的"僵化的汇率机制"就是其最大的宏观政策失误的集中体现。

在20世纪80年代初，美元在世界经济中起着举足轻重的作用。为了进一步推动出口增长、寻求发展、吸引外资，东南亚各国大力发展外向型经济，纷纷制定了将本国货币与美元挂钩的固定汇率制。这种僵化的汇率体制很难适应国际外汇市场的快速变动。在一定时期内，这种僵化的汇率制度促进了这些国家的外贸增长和经济发展。尤其是在1985年"广场协议"后，美元大幅

贬值，日元日益坚挺，日本对东南亚国家的投资幅度相应大大增加，双边贸易亦迅速扩大。但是，进入20世纪90年代后，美日经济形势发生逆转：日本开始了长达10年的“停滞期”，美国因结构调整和新技术应用再度崛起，美元随之水涨船高。

这时候，东南亚国家没有采取相应措施，还在继续推行紧盯美元的固定汇率政策。实际上这些国家的货币早已贬值，但为了维持名义汇率稳定，这些国家只好提高利率。这一疯狂的举动断送了各自的经济发展。它至少产生了三种效果：国内外利差逐步加大进一步诱使国际游资迅速涌入，这些巨额游资大都流向资本回报率较高的股市和房地产行业，经济泡沫愈来愈大；东南亚国家的本国企业为了降低生产成本，也放弃了利率较高的本国货币，转向利率较低的外币；东南亚的产业结构过于单一，附加值不高的制成品在国民经济中占有很大比例。

在日本、美国与东南亚的三角贸易中，东南亚各国是日本商品的净进口国、美国的净出口国。美元升值后，东南亚各国由于实行钉住美元汇率制度导致竞争力削弱，出口下降；日元贬值，进口大量增加，对外逆差远远超过国际警戒线。这样一来，东南亚国家的货币贬值压力越来越大，为了保持汇率的稳定和吸引外资，避免即将出现的本币贬值，这些国家不惜抛出巨额外汇储备，吃进本币。当这些国家数量有限的外汇储备消耗殆尽时，国际游资马上逃离，在东南亚各国抛售已购股票和房产，换回现金，再在汇市上抛出本国货币，兑换成美元，从中套利，同时，这些国家也不得不宣布放弃与美元挂钩的固定汇率制而实行浮动汇率制。于是本币大幅贬值、股市一泻千里，银行呆坏账剧增，金融动荡迅速发生。

不设防的金融乐园

东南亚国家的固定汇率机制蕴藏巨大危机，金融市场的彻底开放将这种危机从潜在变成了现实。正如美国哈佛商学院著名教授斯科特·克里斯坦森所言，东南亚金融危机的教训就是“不能将放开货币比值与非自由汇兑控制混在一起”。

按照一般规律，为了使一国经济融入到世界经济与科技发展之中，必须采用包括金融自由化在内的措施以鼓励资本流动，但金融自由化必须以本国货币安全为前提。固定汇率制本身很容易受到国际游资冲击，引起国际外汇制度动荡与混乱。如果不将金融市场完全开放，这种动荡与混乱还是有可能避免的。20世纪80年代后期，东南亚许多国家就都在金融体系不健全、尚未建立防范金融风险机制的情况下过早地解除了对资本项目的外汇管制，完全开放了国内金融市场。

以泰国为例，早在1990年泰国就接受了国际货币基金协定，实现经常项目的自由兑换，减少了对资本项目的限制，放开利率。到1992年，泰国率先实行资本账户自由化，一些外国银行和货币投机者利用离岸业务和多种形式的金融衍生工具，在汇市上进行了有计划的投机。1993年3月，为把曼谷建设成为印度支那地区的金融中心，建立曼谷国际银行设施（BIBF），该设施成为外资流入的重要渠道。到了1994年，泰国完全开放金融市场。截至1996年，泰国外资净流入量高达180亿美元，其中很大部分进入了证券市场。

资本项目的自由兑换方便了资本出入，为东南亚各国经济建设提供了充足的国际投资资金，但也使得这些国家抵御国际游资冲击的最后一道防线彻底消失，给国际游资的投机提供了巨大的

便利。当这些国家的本币贬值时，善于疯狂套利的国际游资便可借助开放的金融市场大摇大摆地抽身离开，将东南亚各国千疮百孔的经济无情地抛在身后。

从这次东南亚金融危机可以看出，在经济全球化、金融市场一体化的今天，各国在健全产业结构的同时，必须慎重地应对国际金融市场的挑战，建立起完善的汇率、利率机制，着力加强本国金融市场的抗风险性。如果一国的宏观经济政策和经济体制僵化，即使没有出现经济萧条和银行倒闭，也很可能因国际游资的疯狂冲击而发生大规模的金融危机。

道德的尴尬

一国金融市场的开放，必须循序渐进，同时还要建立起一整套完整的风险防范制度体系，对金融市场进行有效的监管，以防范和化解金融风险。正如诺贝尔奖得主詹姆士·托宾教授所说，“发展中国家不要急于使自己的金融市场同国际金融市场实现一体化。”在完全放开国家金融体系之前，必须调整好本国的产经结构。健全而完善的产业机构，才能从根本上避免国际游资的肆意冲击。还需整顿金融秩序、强化金融监管。东南亚国家早在20世纪80年代就逐步推行金融自由化改革，但在实行金融自由化过程中，却没有行之有效的配套监管，终酿巨祸。

一国必须建立、实行符合本国国情的外汇制度。东南亚这次震惊世界的金融危机也凸显了外汇制度的重要性，引起了人们对外汇管制政策的思考。泰国政府为了增强其国内产品的竞争力、推行外向型经济的发展，其在20世纪80年代实行了与美元挂钩的固定外汇政策，这一做法在一定时期内给泰国带来了丰厚回报和国际性声誉。固定汇率制度由于将汇率人为地固定下来，便很



容易遭受国际游资的冲击。一旦对外收支出现严重逆差，就必须拿出外汇储备来维持汇率的稳定，当外汇储备消耗尽时，就会迫使政府采取使本币贬值的措施。而货币的贬值又势必会加大汇率的下跌，从而导致整个汇率制度与货币的极度混乱与动荡，引发金融危机。美国经济学家麦金农在总结发展中国家金融自由化的经验教训时就曾明确地指出：过早地取消对外国资本流动所实行的汇兑管制，可能导致资本的外逃或外债的增加，也许两者兼而有之。

东南亚金融危机中的一个不容忽视的角色，就是以索罗斯为代表的国际投机资本的横冲直撞。在各国经济日益一体化的时代，国际游资卧虎藏龙，绝对不可小觑。投机者凭借短期巨额投机性资本，运用其熟练的投机炒作技巧轻易地将一个国家、一个地区乃至全球的金融市场搞乱，使这些国家和地区的经济蒙受巨大损失，而却能从中获取巨额收益。国际游资的做法在道德上难以让人接受，马来西亚总理马哈蒂尔就曾在国际性的会议上大骂乔治·索罗斯，并叹道：“我们花了 40 年建立起来的经济体系，就被这个带着很多钱的白痴一下子搞垮了。”但资本市场从来是不以道德为评判标准的！

绕不过的“中等收入陷阱”

就像攀登一座险峻的高山，一鼓作气登上山腰，恐怕还比较容易。但攀上峰巅，不仅需要体力，更需要勇气和智慧了。不是所有的人都能实现登顶。

按照世界银行、亚洲开发银行等国际组织界定，人均 GDP900 美元的国家称之为低收入国家，900～11000 美元左右列为中等收入国家行列。中等收入国家又分为两个层次：低中等收

入国家即从 900 美元到 3500 美元左右；高中等收入国家即在 3500 美元到 11000 美元左右。中等收入国家的区间跨度非常大。目前，低中等收入水平的国家实际是少数，高中等收入也很少，绝大多数国家在中等收入这个层次。世界许多国家尤其是东亚、东南亚、拉美等部分新兴市场化国家都处于中等收入国家行列，却迟迟难有更大跨越和发展。有的中等收入国家用 20～30 年时间就进入高收入国家，而有的国家却依旧在原地徘徊。这一奇怪的经济现象被经济学家概括为"中等收入陷阱"。

世界银行高级经济学家米兰·布拉姆巴特给了一个比较准确的解释："'中等收入陷阱'的概念是，使各经济体赖以从低收入经济体成长为中等收入经济体的战略，对于它们向高收入经济体攀升是不能够重复使用的。从历史上看，几乎没有哪个经济体能够顺利驾驭届时将出现的复杂技术、社会和政治挑战。"事实的确如此。在世界经济发展史上，很多国家都用了不太长时间进入了中等收入国家行列，但在较短时期内成功跨越"中等收入陷阱"，成为高收入国家却凤毛麟角。

在这方面，日本和亚洲四小龙比较成功地逃脱了"中等收入陷阱"。比如韩国，仅仅用了 12 年时间就进入高收入国家行列。人均 GDP 在 1995 年就已达到 11469 美元。但是像菲律宾，经过 20 多年的经济发展，2006 年时也只有 1123 美元。巴西在 1987 年已达到 2068 美元，但到了 2006 年，只有 4369 美元。智利的经济发展速度较快，但到现在也仅为 6574 美元。二三十年过去了，这几个国家一直冲不过 11000 美元的槛。世界上鲜有成功跨越"中等收入陷阱"的国家，但只要战略思路对了、发展策略对了、政策举措对了，经过全体国民共同努力，在一个不太长的时间里还是有可能从一个很低的中等收入国家发展成为一个高收入国家的。

根据历史经验和现实判断，东亚国家主要面临这样几个发展



陷阱：

一是收入分配陷阱。收入分配差距过大，容易造成社会不公，引发社会动荡等问题。单从经济角度看，它容易造成内需不足，增长乏力。一些国家的出口导向型经济增长模式具有不可持续性。

二是城市化陷阱。在迅速推进城市化的过程中，出现大规模贫民窟。

三是资本账户开放陷阱。一国到了较高的中等收入阶段，资本账户面临开放的挑战，一旦对外开放，容易产生危机。

四是经济发展模式转变陷阱。从中等收入国家走向高收入国家，伴随大规模的持续的产业结构优化、升级转型等涉及经济发展模式调整的过程。这一过程与国家的经济发展战略紧密相连，同时涉及政治体制改革。这是一项庞大而又艰巨的系统攻坚工程。

五是社会保障体制改革陷阱。一般而言，很多中等收入国家倾向于完全开放市场，或过于放纵市场，结果破坏了正常的社会关系，而如何建立完善社会保障体系，让社会共享改革的成果，为向高收入水平国家挺进打好根基成为现实难题。

在经历1997年金融危机10多年之后，东亚及东南亚国家大部分进入了中等收入国家。据世界银行最新《东亚经济半年报》报道，到2010年，至少有十分之九的东亚人口将生活在中等收入国家。这些国家如何跳出“中等收入陷阱”，进入高收入发达国家行列？摆脱“陷阱”的最关键挑战，是以可持续发展的方式保持高速增长，并且要有效推进社会公平和谐发展。

有学者认为，一旦陷入“中等收入陷阱”，政府的扩张性激励政策会造成财力和政策效率的同步下降。关于这一点，对于目前大部分东亚和东南亚中等收入水平的国家来讲，应该说是普遍存在的现实发展难题。



俄罗斯金融危机不是经济“过热”的结果，而是“过冷”的结果。

第十一章

俄罗斯金融危机

(1997年10月～1998年8月)

TOUSHI



豪气盖世、声名赫赫的彼得大帝18世纪初的改革图新，使俄罗斯经济社会发生了深刻的变化，结束俄罗斯百年来的落后状况。俄国伟大的浪漫主义诗人普希金对彼得大帝的改革推崇至极，评价为“使俄罗斯腾空而起”。

冷战时期，前苏联也曾辉煌一时，成为当时能和美国和西方抗衡的超级大国。然而，苏联东欧剧变后，俄罗斯经济、社会动荡不止，陷入深深的困境之中。政治强人叶利钦，或许能控制住复杂的政局，但对经济却一筹莫展，翻身无术。

然而，困局中又祸不单行，俄罗斯从1997年10月到1998年8月经历了三次大的金融风波（危机）。尽管这三场危机的规模和影响无法与东南亚金融危机相比，但三次金融风波的间隔越来越短，规模越来越大，程度越来越深，最终导致两届政府垮台，甚至波及全球，产生全球连锁反应。自1997年亚洲金融危机爆发以后，俄罗斯经济就不断发出告急和求援信号。1998年俄罗斯金融市场动荡加剧。继5月19日股价和债市价格大幅下跌后，国内经济恶化，8月份俄罗斯金融体系到了濒危边缘。1998年8月17日，由于俄罗斯政府无法支付巨额到期债务，俄罗斯总理基里延科与俄罗斯中央银行行长杜比宁签署了一项联合声明，宣布提高“外汇走廊”上限，导致卢布贬值幅度高达50%。这一决定正好打开了“泄洪口”，凶猛的洪水几乎摧毁了俄罗斯整个金融体系，俄金融市场投资者心理防线崩溃，最终引发了一场俄独立以来积蓄已久的、最为严重的金融危机。

危险的“休克疗法”

“休克疗法”本来是医学术语，20世纪80年代中期，被美国经济学家萨克斯引入经济领域。当时玻利维亚爆发严重的经济危

机，通货膨胀率无止境地攀升，经济出现百分之十几的负增长，民不聊生，政局动荡。萨克斯临危受聘，向该国献出锦囊妙计：放弃扩张性经济政策，紧缩货币和财政，完全放开物价，实行自由贸易，最大限度地实行私有化，充分发挥市场机制的作用。上述一反常规的硬措施，短期内造成经济的剧烈震荡，仿佛病人进入休克状态。但随着市场供求恢复平衡，经济运行回归正常。两年后，玻利维亚的经济趋于稳定，逐渐步入健康的轨道。萨克斯的反危机措施大获成功，得到了广泛的好评。于是人们借用医学上的名词，把萨克斯提出的这套稳定经济、治理通货膨胀的经济纲领和政策形象地称为“休克疗法”。

前苏联解体后，独立的俄罗斯联邦问题丛生，还背负着1万亿卢布内债和1200亿美元外债，经济发展之路泥泞坎坷。叶利钦总统认为，俄罗斯要重振大国雄风，就应该大刀阔斧，进行深刻变革，迅速扭转国内经济形势。随即，叶利钦提拔年仅35岁的少帅盖达尔为政府总理，1992年初，一场以“休克疗法”为模式的改革在俄罗斯联邦全面铺开。俄罗斯的“休克疗法”共分为三步，第一步是放开物价，是“休克疗法”的重头戏。第二步，实施“双紧”的财政、货币政策。这一步几乎和第一步是同时进行的。第三步是大规模推行私有化。

俄罗斯政府规定，从1992年1月2日起，放开90%的消费品价格和80%的生产资料价格。初期改革取得一定成效，可没过多久，消费品价格像断了线的风筝扶摇直上，上涨近70倍，引起消费市场持续低迷，需求不旺反过来抑制了供给，企业纷纷压缩生产，市场供求进入了死循环。财政紧缩政策与物价改革几乎同步出台。主要是开源节流、增收节支。税收优惠统统取消，所有商品一律缴纳统一税率的增值税，同时加征进口商品消费税。政府削减了公共投资、军费和办公费用，限制地方政府用银行贷款弥补赤字。在货币政策方面，提高央行贷款利率，建立存款准



备金制，实行贷款限额管理，企图抑制通货膨胀。

可是，由于税负过重，企业生产进一步萎缩，失业人数激增，政府不得不加大救济补贴和直接投资，财政赤字不降反升。紧缩信贷造成企业流动资金严重短缺，企业间相互拖欠，三角债日益严重。政府被迫放松银根，1992年增发货币量是1991年的20倍。在印钞机的轰鸣中，财政货币紧缩政策“流产”。在大规模地推行私有化的过程中，通货膨胀加剧物价贬值，资产价值急速贬值，引起人们的恐慌，纷纷出售分到手中的资产，引起市场秩序进一步混乱，导致俄罗斯经济改革失败。

休克疗法导致俄罗斯GDP几乎减少了一半，经济结构发生重大变化，燃料、电力和冶金工业成了民族经济的关键部门，其比重在GDP中约为15%。投资环境也愈发恶劣，吸收的外资总额累积只有百亿美元。俄罗斯科技开发支出全面减少，在民用科技产品市场上受到外国竞争对手排挤，俄罗斯产品仅占不到1%的份额。居民生活水平一落千丈。到2000年底俄罗斯人的货币收入总量不足美国人的一成，国民健康状况和平均寿命也在恶化。当时，身为总统的叶利钦在电视上大谈节俭度日的诀窍和经验，一时成为西方报刊嘲弄的笑柄。据估计，俄罗斯人均GDP要达到葡萄牙、西班牙这些中等市场经济国家的水平，GDP每年保持8%的增长速度也还需要15年的时间。

东南亚金融危机余震

1997年10月28日至11月中旬之间，俄罗斯发生了第一次金融风波。自1992年初，俄罗斯推行“休克疗法”改革后，经济连年下降，直到1997年才止跌回升，但升幅很小，不到百分之一。1996年起实行对外资开放政策，1997年成为经济转轨以

来吸入外资最多的一年，总额达上百亿美元。可外资总额中直接投资只占30%左右，其余皆为短期资本投资，而这些投资，来得快，跑得也快，为金融危机埋下了隐患。

1997年10月间，外资掌握了近八成的股市交易量、四成的国债交易额。1997年7月爆发的东南亚金融危机，起初对俄罗斯金融市场的影响还很有限，但3个月后，在韩国爆发的金融震荡，由于韩资在俄罗斯金融市场中占有一定比重，因此立即在金融市场产生强烈连锁反应。韩资为救助本国之需，急忙大量撤离，其他国家的投资者也纷纷撤资，引发了骨牌效应。结果，俄股票被大量抛售，股价惨跌，股市殃及债市和汇市，都纷纷告急。当时俄罗斯央行拿出35亿美元拯救债市，以维持国债的收益率来留住外资，但外资依然撤走了近百亿美元，加剧了金融危机。

政府"信任危机"

第二次金融风波发生在1998年5月至6月间。这次金融风波的诱因主要是国内的"信任危机"。

叶利钦总统出于政治考虑，1997年3月23日突然解除切尔诺梅尔金总理职务，招致政府、总统与杜马在新总理任命问题上的激烈争斗。经过三次杜马表决勉强通过基里延科总理的任命。在这一个月的政府危机期间，国内经济受到很大影响，政府少收税款30多亿美元，使拮据的财政雪上加霜。由于俄罗斯国内经济连续多年下滑，财政收入锐减，政府先前一直采取发行国债、举借外债、拖延支付等所谓"软赤字"办法被动应对，掩盖了财政赤字的严重程度。1998年大笔债务陆续到期，新政府要承担偿债任务，深感责任重大，才不得以如实公布了财政债务危机的严



重情况。基里延科接任总理时，俄内债已达700亿美元，外债达1300亿美元。1998年预算中偿还旧债和补赤字加在一起，超过国家开支的一半。以致当时财长不得不承认，至少需再借近200亿美元才能渡过难关。

当时，总理基里延科由于年轻，资历浅，缺乏财团、政党的支持和治理经验，影响了投资者对新政府的信心。加上此时俄罗斯累积多年的财政赤字和债务危机突然暴露在世人面前，更引起了投资者的心理恐慌，致使部分投资者开始撤资。而此时议会修改政府的私有化政策，则成为引起这次金融风波的导火线。

俄罗斯在变革中重要企业的股份化步履艰难，当时，俄罗斯统一电力系统股份公司已有近30%的股票售予外商，可国家杜马又专门通过关于该公司股票处置法，规定外资拥有该公司的股票份额不得超过25%。这样一来，引起外资对俄政府的不信任，纷纷抛售股票。该公司的股票在两周内下跌近一半，其他股票也跟着下跌。受此影响，国债价格急剧下滑，更加重了政府还债的负担。而美元兑卢布的汇率也超过俄央行规定的最高限额。这次私有化政策变动已影响到了后续私有化的推行。

“联合声明”及“三大措施”

基里延科政府贸然推行三项强硬的稳定金融措施，导致投资者对政府的信心丧失，而叶利钦再次临阵换马又加剧了危机，这一切引发了俄第三次金融风波。

1998年8月1日，基里延科政府推出稳定金融的经济纲领，投资者对其能否产生预期效果，信心不足，疑虑重重。在债券市场上反映为外资不愿购买俄有价证券，相反还抛售手中的证券。有报刊称为俄罗斯“黑色星期一”的8月10日那天，国际证券市

场上原苏联欠外国商业银行的旧债券的价格跌至面值的36%，俄新发行的欧洲债券只值一半的价格。俄政府为增强投资者信心，决定对到期的国债进行清偿。殊不知，债民不但未购新债券，还将大部分清偿款用于购进美元，其余则或撤出市场，或留在手中以待时机。

国际金融炒家索罗斯8月13日在报刊上公然敦促俄政府卢布贬值15%～25%。不仅如此，众多外资银行也预期卢布贬值，纷纷要求俄银行提前还贷。在这期间，美国的标准普尔和穆迪两大评估机构，都宣布降低对俄外债以及俄主要银行和大工业集团的信誉等级。

在内外压力下，俄政府惊慌失措，不知如何应对。眼看着国债券又将陆续到期，年底前政府需偿还内外债达240亿美元，而当时外汇储备仅为170亿美元，不仅不够还债，更难以干预外汇市场。1998年8月17日，俄政府及中央银行贸然发表“联合声明”，对俄金融危机采取“三大措施”，具体内容包括：

扩大卢布汇率浮动区间。放弃6.2卢布兑1美元的固定比率，将卢布汇率的上限调低到9.5∶1。外汇市场当天的成交价，即是央行的官方汇率。

延期清偿内债，转换内债偿还期。延期偿还到期外债，同时将1999年12月31日前到期的国家短期债券转换成中期国债。在转换结束前，国债市场暂停交易。

冻结部分外债。俄商业银行和公司从国外银行、投资公司等处借到的贷款、用有价证券作担保的贷款的保险金，以及定期外汇契约，其支付期冻结90天。同时禁止国外投资者将资金投入偿还期在一年以内的卢布资产。政府强调，“冻结”不涉及政府借的外债。



“泄洪口”被打开

危机时刻往往最考验政府的决策水准和抗压能力。俄政府没有想到的是，“三大措施”出台后，立即引起舆论大哗，股票大跌而停盘，卢布汇率加速下泻。俄国内金融危机并未得到缓解，相反，对俄政治、经济和社会产生了巨大负面影响。

金融市场中汇市乱、股市跌、债市瘫的局面同时上演。卢布同美元的比价在半个月的时间内贬值近三倍，俄罗斯交易系统股价综合指数跌幅近两百点；日交易额从危机前的近亿美元跌至最低时期的数十万美元。进入欧洲企业 500 强的俄罗斯 14 家工业企业的股票总市值由一年前的 1140 亿美元缩水为 160 亿美元。就在股市一泻千里的同时，俄罗斯债市停盘又给国内外投资者以双重打击。俄债市停业近 4 个月，俄罗斯政府被迫做出的旨在减少国家现金支出的计划，却被投资者视为变相赖债，严重损害了俄罗斯的形象和投资者的信心。要想吸引国外投资者重新回到俄罗斯，至少需要数年的恢复时间。因此，代总理切尔诺梅尔金批评前任政府说，让卢布贬值和外债延期偿付同时发生是个错误。

金融危机的爆发，导致新政府迅速垮台，给俄罗斯经济发展和人民生活带来致命打击。其中受到冲击最大的尚处于“婴幼时期”的银行系统，其总资本、存款和贷款均减少了 1/3。从 1998 年 8 月，俄罗斯的股市、债市和汇市基本上陷于停盘交易状态，市民蜂拥至银行挤提卢布以兑换美元，或者抢购消费品。大批俄罗斯企业和银行纷纷倒闭、物价飞涨，银行已无力应付居民提款兑换美元，整个金融体系和经济运行几乎陷于瘫痪。金融危机不仅冲击金融市场，恶化人民生活，还殃及整个国民经济。

俄罗斯金融危机在全球引起震动，尤其是拉丁美洲一些与俄

罗斯相似的石油出口国家，如委内瑞拉、巴西、阿根廷等均受到冲击。股票价格是经济发展形势的晴雨表。俄罗斯金融危机的影响表现最明显的就是股市。至8月底，受俄罗斯金融危机冲击的拉美国家，其股票平均下跌30%。全球金融体系密切联系，由此产生“多米诺骨牌效应”，拉美国家的金融动荡又波及到欧美国家。

欧美股市对俄罗斯金融局势动荡反应剧烈，进而引发一场全球股市大动荡。美国、欧洲股市全线大幅下挫，与俄罗斯历史关系密切的东欧股市受害最深。拉美主要股市也全面下跌，创下近几个月来的最大跌幅。与此同时，俄罗斯金融危机在亚洲市场也引起了连锁反应，28日东京股市又继续下跌，这种跌势一直持续到8月31日。

欧美股市尚未来得及喘息，继而又传来俄罗斯组建新政府招致国家杜马反对的坏消息，纽约股市当日出现崩盘。此时俄罗斯股市再也看不到前两年国外基金趋之若骛的繁荣景象。俄政府实行的“外延期支付”和强制性“国债重组”方案，对与俄金融市场和商业银行有着密切关系的西方银行造成了巨大损失。受上述两项“非常措施”影响，凡对俄有债权关系的西方银行的股票在8月17日以后均大幅下跌，尤以对俄银行贷款数额巨大的德国商业银行为甚，同时，这些措施也对俄有直接投资以及大量出口的俄罗斯的国外企业造成不小的负面影响。

“俄罗斯综合症”

俄罗斯的金融危机表现出金融危机与经济危机、财政危机和社会政治危机相互交织，愈演愈烈。其原因极其复杂，有分析家认为，它是俄罗斯政治、经济、社会危机的综合反映，被称为



"俄罗斯综合症"。在经济领域中，俄罗斯先后爆发了金融危机、生产危机、预算危机和债务危机。在整个社会领域，出现了经济危机与政治危机和社会危机复杂交织的局面。在政治领域，一年之内，两任总理切尔诺梅尔金和基里延科相继下台，总统提请国家杜马重新组阁。

表面看来，俄金融危机一方面是受到 1997 年亚洲金融危机影响引起的。当时俄罗斯债务庞大，它对国际金融体系的依赖性很强。1997 年 10 月香港特区股市暴跌后，在韩国和巴西公司的带领下，外国投资者在俄罗斯短期债券中投资大约 80 亿美元。但牟取最高利润是国际资本特别是投机资本追求的目标。短期资本的大量流入，成为俄罗斯金融不稳定的重要因素。

另一方面，国际石油等原料价格大幅下跌也给俄罗斯的出口带来沉重打击。俄罗斯是以原料出口为主的国家，由于石油、天然气、煤、化肥、有色金属、铁合金等价格下降，对俄国内经济造成很大的负面影响，导致税收和外汇收入都大幅度下降。据估计，仅石油价格下跌就使俄罗斯的年损失高达二三十亿美元。

事实上，抛开外界的干扰因素，俄罗斯本身的政治经济体制中早已潜伏了各种危机——长期以来政治不稳定、经济滑坡且地下化以及资金外流等问题引起的俄罗斯金融不稳定，加上政府在政治上缺乏权威性，在经济上毫无宏观调控能力，特别是以政府支付危机为标志的国家财政事实上的破产，直接引发并加剧了全面的金融危机。此外，政府长期推行货币主义政策，导致生产萎缩，经济虚弱，财政拮据，一直靠出卖资源、举借内外债支撑等——这些问题才是危机爆发的根本原因，只是表面上看起来，三次金融风波的具体诱因有所不同而已。如果说，第一次风波主要是外来的，由东亚金融危机波及之故，那后来的两次风波则主要是由于俄政府政策失误，引起外资对政府不信任所致。当然，国际金融炒家染指俄金融市场是其产生全球效应的一个重要原因。

金融危机发生后，俄政府动用外汇储备干预金融市场和大幅度提高再贴现率、采取减少预算开支、加强税收监督、寻求国内金融巨头帮助、对金融市场进行整顿、实行积极的工业政策等一系列举措应对。但这一切并未奏效，俄罗斯经济急剧恶化，社会生产快速下降，金融市场形势更加严峻，外资瞬间撤走，通货膨胀死灰复燃，快速滋生，人民生活水平又陷入了持续下降的危机局面，俄罗斯的政府形象和国家地位遭遇了前所未有的巨大冲击。

俄罗斯金融危机 VS 东南亚金融危机

国际环境的变化，特别是东南亚金融危机对俄金融危机起到了推波助澜的作用。1997 年以来的东南亚金融危机给俄罗斯造成数十亿美元直接损失，特别是给俄罗斯脆弱的金融市场带来一波又一波的信心打击。全球性经济不景气以及世界能源价格下跌，给以石油、天然气出口为主要创汇手段的俄罗斯外贸带来巨大打击。从外在金融市场表现看，俄罗斯金融危机与东南亚金融危机大体相同，都是汇市、股市和债市连环波动，交织影响，致使金融市场瘫痪，金融资产大幅缩水，货币迅速贬值。但从深层的内在因素分析看，俄罗斯爆发金融危机的经济基础与亚洲国家是有很大区别的。

俄罗斯金融危机不是经济长期“过热”的结果，而是“过冷”的结果。东南亚国家基本都是在经济高速增长、长期经济增长的情况下发生金融危机的；俄罗斯则是在经济连年下降、投资锐减的条件下爆发的金融危机。如果说由“热”变“冷”相对容易的话，由“冷”变“热”则难度较大。东南亚国家金融危机主要是大量的银行坏账引起，而俄金融危机的直接原因则是政府支



付危机。俄罗斯的金融危机处于经济危机与政治危机相互交织之中，不仅经济危机比东南亚金融危机更加深刻，政治危机也更加严重。而实际上，俄罗斯是处于政治社会的全面危机之中。由此可见，俄罗斯金融危机的后果更为严重，尽快平息危机的困难更大。

金融开放的“双刃剑”效应

金融危机的根源在于实体经济和金融体制之间联结机制的脆弱性，实质是经济问题。实际经济衰退、经常账户赤字和银行体系的脆弱性是金融危机爆发的三个关键因素。而这三个关键因素产生效应的前提和基础是全球现代经济的发展过程中的金融开放。俄罗斯金融危机根源于其经济萧条和金融体制的脆弱。

当前各国经济和金融正加速朝着国际化、一体化的方向发展，金融开放势不可挡。在这种历史潮流推动下，各国都在实施对外开放的金融政策，拆除各种金融壁垒，放松外汇管制，解除对国际资本流动的限制，促使本国金融市场实现国际化。金融开放加速了资本的国际化流动，利于开展国际贸易和投资活动，为跨国公司的金融活动拓展了天地，促进了投资国和东道国的经济增长，但也加重了经济和金融信息的不完全性和不对称性，削弱了有关国家中央银行货币政策的自主性，降低了金融监管的有效性，增强了短期资本流动的投机性和金融业竞争的激烈性，从而威胁到各国金融体系的安全，并加剧了全球金融体系的脆弱性。

20世纪90年代以来，一些国家的金融开放加快了步伐，但国内金融制度和金融监管的完善却未跟上金融开放的步伐。因此，在国内宏观经济失衡和国际投机资本的内外冲击下，接连不断地发生了一系列的金融危机，如1994年的墨西哥金融危机、

1997年的亚洲金融危机、1998年的俄罗斯金融危机等就是几个非常有说服力的典型案例。

1998年俄罗斯爆发的金融危机，不仅导致了俄罗斯严重的经济衰退，引起剧烈的政治动荡，还波及到了美国、东西欧、独联体甚至拉丁美洲，使得这次金融危机具有了全球性的含义。而问题的严重性在于，这次金融危机是在俄罗斯经济开始出现复苏的情况下发生的。这就促使人们在全球经济一体化不断加强的时代背景下，不得不更多地思考国家的经济安全和金融安全战略问题。

"创业者还没有买到自己的第一身像样的服装之前就能够筹集到第一笔1亿美金，这样的经济还是第一次出现。"

——美国经济学家、前财政部部长、哈佛大学校长劳伦斯·萨默斯

第十二章
互联网泡沫、安然破产引发的危机
(2001年底)

TOUSHI



列夫·托尔斯泰说过："幸福的家庭都是一样的，不幸的家庭却各有各的不幸。"其实对于经济泡沫而言也一样：所有的市场繁荣都是相似的，所有的泡沫破裂却各有不同。纵观世界经济史，危机产生的重要根源，在于某类资产在市场"繁荣"时往往被高估，而当形势反转、需求下降时，就会随即贬值，并引发大规模经济、社会动荡。从 17 世纪"郁金香狂热"中的郁金香球茎到 20 世纪 30 年代"大萧条"中的股票，引发经济危机的资产重量似乎越来越轻，而到了 20 世纪末本世纪初，引发美国股灾的"元凶"甚至变得伸手不可及，无影无形了——它就是互联网。

"黑色郁金香"之后，人们初次认识了"泡沫"危害，而"南海事件"的发生，人们对"经济泡沫"和"泡沫经济"倍感警觉。当人类发明互联网之后，"泡沫"和"经济"的关系升级了，双方似乎成了一枚硬币的两面，永远不可能分开。到目前为止，描述"早期互联网"最佳的用语大概用"泡沫"一词最为确切。互联网发展太快、太神奇、也太刺激，已经超出了人类常规思维理解的范畴。纵观世界金融危机史，"狂热投机—吹大泡沫—疯狂抢购—恐慌抛售—泡沫崩塌—市场崩溃"的金融戏剧层出不穷，轮番上演，本世纪初发生的互联网泡沫更是迄今为止最独特的一部作品。

网络泡沫的"温床"

网络泡沫固然客观存在，但网络泡沫不可能一夜突显，它的出现必然有良好的催生环境，而这个环境就是大家耳熟能详的二板市场——美国纳斯达克股票市场。

在市场经济环境下，中小企业、新兴公司在经济中占有重要

地位，但在成长初期，这些公司往往缺乏理想的融资渠道，因为风险大，银行不愿贷款，上市又不够标准。在此背景下，“二板市场”应运而生，专门为中小（高新技术）企业或快速成长的新型企业提供筹资途径而设立，也逐渐成为国际资本市场的重要组成部分。

“二板市场”的上市条件相对宽松，盈利要求较低或者根本没有盈利要求，对上市公司的规模要求也比较低；“二板市场”具有较高风险，对信息披露、上市保荐人都具有较高的要求，对于主要股东出售股票有更严格的限制。”

纳斯达克股票市场始建于1971年，是一个完全采用电子交易、为新兴产业提供竞争舞台、自我监管、面向全球的股票市场。作为首家电子化的股票市场，它是世界上主要股票市场中成长速度最快的，每天在美国市场上换手的股票中有超过半数的交易是在纳斯达克上进行的，有5000多家成长性公司在这个市场上挂牌交易，世界著名的高科技公司如微软、英特尔、戴尔等均在此上市。

纳斯达克实际上并非平常意义上的“二板市场”。由于吸纳了众多著名的高科技企业，而这些高科技企业成长迅速，因此，纳斯达克已经被公认为高科技公司的孵化器和成长的摇篮。正是这种特性使它成为新兴网络公司上市融资的最佳途径，有不少网络公司的年轻创业者，公司刚一上市，身价就已上亿了，而这种“神话”频繁在纳斯达克股票市场上演。

万维网＋纳斯达克股票市场＝网络经济泡沫

自从1990年蒂姆·伯纳斯·李发明了万维网，这一新兴技术的发展速度一直迅猛。而1994年互联网开始商用后，以互联



网为载体的网络经济更是因其惊人的发展速度而受到世人追捧。1995 之后的 5 年内，网络公司如雨后春笋般成立起来。

这一时期，数字网络等技术的迅猛发展，网络信息存储量大、具有多媒体的表现手段、超链接设置等，一个个诱饵拓展着人们的视野感受，网络被越来越多的消费者追捧。在 e 世界环境的现实和展望中，几乎所有人们需要的信息、知识、娱乐内容甚至购物都可以在网络连接下的电脑显示屏里获得，似乎你只要点动鼠标一切都能实现。有学者认为：这将完全改变人的工作方式，甚至生活方式。有人更惊呼：用不了很长时间，依托互联网技术的在线形式，已构建起一个全新的商业模式。受到冲击的传统方式逐渐被人们舍弃，将寿终正寝。

美国素有科技创新立国的传统，当时，以互联网为依托的公司，格外受到纳斯达克股票市场的青睐，并延揽了众多网络公司在此上市。除美国在线等 4 家公司早期上市外，1995 年以后达到高潮，到 2000 年在纳斯达克上市的网络公司就已接近 400 家。1999 年至 2000 年是网络公司的繁荣时期，凡与网络有所关联的企业，其股票市值都会在很短的时间内成百上千倍地暴涨，而每家网络公司都挤破头往纳斯达克上市。

利用互联网进行商业模式经营，在当时的环境下，不仅需要探索，更需要实践积累。在这些网络公司当中，大多数经营业绩并不理想，但作为新兴产业模式，它强烈地吸引着普通投资者和风险投资基金的眼球，“看涨”风潮高涨。网景公司在其上市的第一个季度就亏损了近 200 万美元，但一天之内其股价就抬升了近一倍；亚马逊公司的股票价格在其上市后一年时间内更不可想象地上升了 23 倍之多。

在金融危机四伏的 1999 年，不论从经济增长率，还是从股票指数，网络企业都独占鳌头，它以其强劲的增长势头、高效的投资回报，被公认为最能够带动世界经济走出低潮的力量。

但是在投资人狂热的乐观中，2000年4月形势却发生了突然逆转，仅4月14日当天纳斯达克指数就下跌了近四百点，跌破3500点大关。

美国投资者似乎没有了为科技创新的奉献精神，他们只按自己的逻辑行事，在“追涨杀跌”心理作用下，网络股指数一路下滑，到2000年5月，雅虎、亚马逊、价格在线、eBay、e－Trade等10家美国最大资本额的网络公司的股价大都从历史最高位上跌落了近一半，而eBay和e－Trade两家公司的股价甚至跌到原有的三分之一；6月28日，美国网络股的市值大幅缩水，情况持续恶化，一年之后，纳斯达克股价指数甚至跌破了2000点，比起最高峰时下跌了近百分之七十。

网络泡沫破灭，殃及池鱼

纳斯达克股灾的发生直接引起股市投资信心急剧受挫，导致美国许多实力雄厚的网络企业出现了负盈利的状态，也引起美国宏观经济增长速度开始减缓。不少人很诧异：网络经济有那么大的作用吗？原因很简单，网络经济在当时世界经济的地位逐渐凸显，以2000年为例，网络高科技股占美国股市总市值的比例高达43.9%，而美国股市的市值已经远远超过美国GDP总值。所以，网络经济泡沫对整个美国经济有着巨大的支配作用和直接的影响。

在1998～2000年3月这段网络泡沫时期，美国国内并没有物价上涨的压力，而且正处于高增长、低失业、低膨胀的“新经济”发展期。可以看出，在美国特定的环境下，这次网络泡沫的产生、膨胀在一定程度上推动了美国经济的增长。但是，网络泡沫膨胀到一定程度就会破裂，泡沫的破灭导致社会投资信心下



降，并且进一步引起消费的下降。

这场危机的影响实际上远远超出一般人的认识范围。2008 年 10 月 24 日，世界银行高级副行长、首席经济学家林毅夫在题为《国际金融危机对发展中国家影响》的报告中指出："更为重要的是，2000 年网络泡沫的破灭，导致了美国消费的减少。"美国经济的基本面靠什么支撑，国内消费拉动的因素实属重要，可以说，如果消费锐减，对美国而言，那将是个大问题。

虚拟网络经济危机的典型表现

在网络经济时代，经济社会的发展离不开网络，而且随着网络经济发展速度的加快，对经济社会发展的影响也正在不断深入。从网络泡沫的产生和发育以及破灭的事实，可以看到，泡沫的形成自然是狂热和过度投机的结果。

但是，在网络经济发展过程中网络经济特别是网络概念股存在泡沫成分是难以避免的，然而通过与传统经济的融合，就能最大限度地避免经济泡沫的恶性膨胀，使网络经济稳健增长，从而推动经济新一轮高速发展。

互联网经济发展的关键因素不是技术，甚至不是资金，而是用户，而是用户支撑下的盈利模式。网络泡沫的实质是资本的泡沫，泡沫的破灭实质是虚拟经济危机的典型表现。

安然破产：美国历史上最大的公司破产案

安然公司是纽约证券交易所的上市公司，创立于 1985 年，总部设在得克萨斯州的休斯敦。不仅是全美最大的电力和天然气

销售与交易商，而且是世界上最大的电力交易商和天然气交易商，它提供各种能源产品、宽频服务，以及金融和风险管理服务，拥有近700亿美元资产，经营据点遍布全世界。拥有美国2.5万英里的天然气管线，电力企业则遍及世界各地；1.8万英里宽频光纤网路除了铺设在美国各大城市，还遍及欧洲及东京，属于当之无愧的能源巨人。安然公司鼎盛时的年收入达150亿美元，在美国500强中名列第七，曾被《财富》杂志连续四年评为"美国最富有创新精神"的公司。

2001年10月17日，安然公司公布季度财务报告，其收入由2000年的1000多亿美元突然降到亏损6.38亿美元。不久，美国证券交易委员会、司法部、联邦审计总署，甚至FBI都纷纷介入调查安然事件。随着调查的不断深入，暴露的问题越来越多，涉及的关系人错综复杂，很多是显赫的政府官员，他们接受调查时相互指责，仿佛在上演着西方经典的侦探片。11月8日，安然公司被迫承认做了假账、虚报盈利共计近6亿美元。随即，股价一泻千里，资信评级机构将其降为垃圾债券。11月28日，由于重组计划陷入失败边缘。12月2日，安然提出破产申请，以634亿美元的破产前资产"勇登"美国企业破产榜之首。2001年12月12日，安然公司，向纽约破产法庭申请破产保护，在申请书中安然公司开列的资产总额近500亿美元，创造了美国历史上最大的公司破产案纪录。

随着安然问题的暴露和调查逐渐深入，除了暴露出安然公司与政坛要员关系密切的丑闻外，承担审计工作的安达信公司自然难辞其咎，安达信一系列的造假行径相继揭露，并因涉嫌故意销毁数千份有关资料而受到国会的质询，并受到司法部的犯罪指控。

安达信公司1913年由芝加哥的一位大学教授阿瑟·安德森创建，经过将近90年的创业经营，业务遍及世界80多个国家，



为全球10多万家客户服务，成为全球五大会计师事务所之一，声名显赫。而在安然事件揭露前后不到几个月，这个“百年老店”就东窗事发，实在令人深思。究其原因，主要是：贪欲驱动，诚信尽失。

美国著名的经济学家保罗·克鲁格曼说：“安然公司的崩溃不只是一个公司的垮台问题，它是一个制度的瓦解。而这个制度的失败不是因为疏忽大意或机能不健全，而是因为腐朽。”

信用的忠告

安然事件发生后，美国《商业周刊》评述：“投资者的信心是我们整个经济成功的关键”，安然事件“从根本上动摇了我们的信念，我们还能相信谁?”而美国证管会前主任雷维特则直言不讳地说：“美国资本市场的基础已被毁坏。”

这些评论击中了问题的要害。美国是世界上市场经济最发达的国家之一。市场经济就其实质来说是契约经济，也可以说是信用经济。如果信用出现危机，经济也就不可能正常运行。信用是一种无形资产，它反映了企业的信誉、实力和形象。作为一个企业家，企业的信用始终是首要考虑的大事。富兰克林在其1748年写的《给一个年轻商人的忠告》中，明确指出：“切记，信用就是金钱”，“假如一个人的信用好、借贷多并善于利用这些钱，那么他就会由此得到相当数量的钱”，“借人的钱，到该还的时候一小时也不要多留，否则一次失信，你朋友的钱袋就会永远向你关闭”。

西方经济学的一个经典假设，人是自私而理性的动物，放弃信用得到收益远大于潜在危害时，人的自私性会使其选择前者。这也是安然“假账门”事件的根本原因所在。

市场不能解决道德问题，更不能限制贪婪。自由市场滋生的问题，凯恩斯早就给出了对策，即采取政府监管。在崇尚自由经济的美国，政府监管并不得人心，尤其是20世纪80年代凯恩斯主义逐渐没落、古典自由主义经济重新确立主导地位后，情况便更加突出，“政府的职责仅是守业人”的观点甚嚣其上，但安然事件暴露了这种缺乏监管的自由市场经济体制的弊端，政府必须对市场信用进行监管，遏制市场失灵的恶浪再次出现。

安然事件发生不久，美国政府作出了快速反应，由国会参众两院于2002年7月25日通过了《萨班斯—奥克斯利法案》。该《法案》针对信息披露、证券监管制度等领域的不足作了一系列的改革。

安然公司曾声称自己是完全自由的市场的完美体现。实际上，安然公司不仅做假账，进行权钱交易，制定使内部人获利的规章，还利用其广泛的政治影响力篡改政府管理制度，破坏高效市场所依赖的透明化。

美国芝加哥大学的主流经济学30年来经常向人们宣传这样一种观点：“并不存在公众利益，高效的产出来自私人利益的积聚，政府的主要职责就是不干涉。”安然破产后，许多崇尚“没有规矩不成方圆”的人士对这种观点进行了批判。

治标不治本

互联网泡沫的破灭给美国经济带来了强烈的冲击，使美国经济一度陷入衰退，但是，此次衰退时间却很短。原因在于当互联网泡沫破灭时，以格林斯潘为首的美联储便采取了扩张性的经济政策，降低利率，刺激房地产行业的发展，进而带动整个美国经济实现复苏。在当时来看，增长了近百年的房地产行业无疑是促



使美国经济摆脱衰退泥潭的最可靠保障。房地产行业产业链漫长，通过提升其发展进而带动整个国民经济腾飞，在某种程度上是有道理的。

格林斯潘运用货币政策游刃有余，降息政策也发挥了作用，2007年之前，美国经济一路上扬，作为美联储主席的格林斯潘在国会做演讲时议员们都是起立鼓掌欢迎的，这种对格林斯潘的神化也使得他的经济政策鲜有质疑，但连续性降息政策也是存在很大风险的。美国的现实情况是，建立在降息基础上的经济增长是凭借发达的金融创新工具完成的，一旦经济增长因波动出现下滑，金融创新工具的杠杆效应便会顺势逆转将这种衰退千百倍地放大。

世界银行高级副行长、首席经济学家林毅夫在谈及2009年全球金融海啸时尖锐地指出："第一个要吸取的教训就是，不能为了解决一个问题，却创造一个更大的问题。"在这位世界银行高级副行长眼里，金融危机发展到目前阶段，与美国政府没有处理好2001年互联网泡沫破灭有很大关系。他认为，美联储用降息来刺激房地产经济造成美国房地产市场一度高度繁荣，但"代价是房地产泡沫是更大的泡沫，泡沫破灭以后就更难解决"。

"祸兮福之所倚，福兮祸之所伏"，"万物存有普遍联系"，顾此失彼，治标不治本，终不能解决实质问题，迟早会再吞更大的苦果。



“国际货币基金组织倡导的全球化结构调整改革，最终总让发展中国家落入地狱般的经济困境。”

——经济学家斯蒂格利茨

第十三章
阿根廷金融危机
(2001 年 12 月)

TOUSH





有这么一个国度，那儿有着湛蓝的天、纯白的云和金色的太阳，那儿的探戈和足球令人陶醉，沸腾，魂牵梦萦……她拥有一个美丽的名字：白银——阿根廷……

阿根廷，一个在20世纪90年代人均GDP超过8000美元的国家，一个曾被视为“世界经济改革典范”的国家，一个素有“世界粮仓和肉库”美誉的国家，一夜之间却爆发了金融风暴、全国性骚乱和政坛大地震！

一曲“阿根廷，别为我哭泣”萦绕天空，人们不得不承认，这就是冷酷的现实。

“发展世界中的发达国家”

阿根廷共和国位于南美洲东南部，海岸线漫长。为拉美第二大国，仅次于巴西，是南美洲一个十分重要的国家，拥有得天独厚的自然资源和有利的社会条件，阿根廷的经济和社会发展曾经在拉美乃至全世界都处于领先水平。

阿根廷物产富饶，气候适宜，土地肥沃，工业门类较齐全，工业产值占国内生产总值的三分之一，农牧业发达，被誉为“世界粮仓和肉库”，烤肉享誉全世界，是南美最大的旅游国家。第二次世界大战后，阿根廷实行发展工业的五年计划，推行企业国有化，增加工人福利，经济获得飞速发展。GDP年均增长5.8%，出现了所谓“阿根廷奇迹”。20世纪90年代，阿根廷人均GDP超过8000美元，为南美之首。1991年起，阿根廷根据IMF和美国的要求，实行经济市场化、贸易自由化和国企私有化的新自由主义经济政策，一度被国际社会誉为“新自由主义改革成功的典范”。

然而，这样一个“发展世界中的发达国家”，于2001年至

2002年爆发史无前例的金融危机，并同步发生财政危机、企业危机、政治危机、社会危机。阿根廷再次成为世界关注的焦点，而这一次既不是因为华丽高雅、热烈奔放的"探戈"舞，也不是其风靡全球的足球运动。

其实，阿根廷是一个金融危机频发的国家。算上这一轮金融危机，阿根廷自20世纪下半叶以来，出现了9次影响很大的金融（货币）危机。如此频繁的金融危机，世所罕见。古希腊唯物主义哲学家赫拉克利特曾经说过："人不能两次踏入同一条河流。"但是，人却可能在同一个地方跌倒不止一次，阿根廷金融危机的再次爆发似乎验证了这一点。

可怕的危局

阿根廷由于相继受到东南亚和俄罗斯金融危机以及巴西金融动荡的影响，加之以得拉鲁阿为首的新政府按照国际货币基金组织的要求，采取财税增收计划，加大了生产成本，削弱了投资者的信心，造成了经济紧缩。早在1998年下半年，阿根廷经济形势就开始恶化。1999年至2002年，阿根廷国内生产总值连续4年呈现负增长。

2001年第四季度，因长期衰退困扰与金融和财政形势恶化，阿根廷经济大幅度下滑，股指和债券价格跌至历史最低点，银行出现了支付困难。2001年11月30日，大规模的银行挤兑潮在阿根廷爆发，迫使阿政府采取紧急措施，实行金融管制，其中包括限制居民银行提款和资金流出境外，以防止金融和银行系统崩溃。12月18日波及全国的抢劫浪潮和社会动荡被引发。12月19日，以限制居民银行提款措施为导火索，终于爆发成全国性的大规模骚乱和示威。第二天，局势失控，导致阿根廷总统德拉鲁阿



被迫辞职。几天之内，阿根廷政权几经更迭，由金融危机波及的社会动荡最终酿成了一场政治动荡。

12月23日，罗德里格斯·萨阿临危受命，出任阿根廷代总统。为拯救危局，新政府成立之初即宣布暂时停止偿还总额约为1320亿美元的公债，并提出了发行“第三种货币”，增加就业机会等一系列经济复兴计划。然而，他的噩梦来的也不慢，仅执政一个星期，便先后遭遇群众示威、内阁辞职、党内政见分歧等一系列打击，最终也不得不宣布辞职，使危机愈演愈烈，社会几乎陷入无政府主义状态，由金融危机波及的社会动荡最终酿成了一场政治动荡。

国家之间没有永恒的盟友，只有永恒的利益。面对阿根廷金融危机愈演愈烈，以国际货币基金组织为主的国际金融组织与美国却袖手旁观，不仅没有主动伸出援助之手，帮助阿根廷缓解危机，还在借款问题上不断提价，最终导致投资者对阿根廷经济失去信心，外资流入减少，资本外逃严重，股市、债市剧烈动荡。

2001年12月24日，萨阿总统宣布暂停偿还1320亿美元的政府债务，阿根廷的信用违约使国际金融界受到震撼。银行挤兑、工人上街游行、哄抢超市等现象开始出现，债务危机迅速演变为经济、政治和社会的全面危机。2002年1月6日，阿根廷政府放弃了实行11年的比索与美元的联系汇率制度（比索随着美元升值或贬值进行自动调整），实行比索贬值。到2002年上半年，比索贬值过半。由于外汇短缺，进口原材料、生产设备变得异常困难，企业的生产活动无法正常进行，生产日趋低迷，再加上银行实行的限制性措施使个人消费锐减，导致严重的通货膨胀、失业、GDP负增长等问题，国内治安状况急速恶化。

2002年中期，阿根廷金融危机再度升级，呈现出向巴西、乌拉圭扩散的连锁反应趋势。巴西货币雷亚尔7个月内贬值50%。乌拉圭在2002年7月30日由于无法抵挡挤兑狂潮，宣布银行停

业，国有银行冻结所有定期存款，结果导致乌拉圭货币贬值、物价暴涨等，国家面临严重的风险。

金融危机诱发社会的混乱与失控，导致了政府更迭，政治混乱，并演化为政治危机，长期存在的各种矛盾不断激化，国家陷入到全面的危机之中。

“别为我哭泣”

歌坛天后麦当娜的一曲“阿根廷，请别为我哭泣”，以其天籁般的旋律不知迷倒多少歌迷，也让阿根廷这个国度听上去是那么煽情。阿根廷危机却不仅仅是煽情，而是实实在在地让阿根廷“哭泣”，甚至是“撕心裂肺”、“难以自拔”。

阿根廷金融危机是21世纪第一场金融危机，它涉及经济、金融、货币，以及政治、社会等诸多层面，给阿根廷本身经济社会生活造成很大破坏，也对整个拉美经济和世界其他地区的经济产生深远影响。

金融危机在阿根廷演变成了全面的危机，直接导致其银行体系崩溃，加剧经济衰退。在政治上，社会动荡，政权频繁更迭。12月18日的游行演变为暴乱，导致十几天时间内连续更换5名总统。在经济上，金融危机使得阿根廷政府和企业难以在国际金融市场上筹集资金，经济形势进一步恶化。阿根廷GDP增长率出现持续负增长，失业率大幅上升，全国半数人口生活在贫困线以下；2001年外债总额急剧增加，占GDP的50%以上，外汇储备迅速减少，阿根廷银行体系在一夜之间轰然倒塌，整个国家濒临破产边缘。

金融危机使得人们对新兴市场国家和地区经济信心与资金信心严重受挫，导致国际资本重新选择注入欧洲或美国这样成熟的

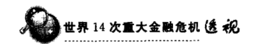


资本市场。比索贬值后，阿根廷政府无法赎回债券，外币借贷的呆坏账增加，直接影响到全球性金融机构盈利，也引发了投资者的紧张，使得阿根廷的邻国（如巴西、委内瑞拉及哥伦比亚等）更难在国际资本市场上筹得资金。1997年亚洲金融危机后，国际资本好不容易恢复对新兴市场的信心，随即又受到阿根廷事件的影响。

人往高处走，水往低处流。资本天生具有“追逐高额回报”、“追求安全”的禀性。当资本不能获得预期的回报，且收益水平频繁波动的时候，资本就会出现无法阻挡的外逃趋势，流向高利润的地方。阿根廷错误的经济措施，导致经济滑坡，投资利益收益下降，外国资本纷纷撤出。更糟糕的是，那些与外国资本密切相关的本国资本随国外资本一起流失。大批居民到银行提取存款，将美元外汇汇出境外，形成挤兑。2001年中央银行的外汇储备减少了200亿美元。在2001年12月初政府决定冻结银行存款前后，约有260亿美元资金从阿根廷金融体系流往国外。

金融危机导致拉美经济整体下滑。一方面，杜阿尔德政府放弃固定汇率制度，实行新的汇率制的新经济政策，影响了南方共同市场的稳定和发展，导致内部贸易额下降，经济增长速度下降。另一方面，金融危机在拉美国家对外投资和吸引外资方面也产生了很大的负面影响。阿根廷货币贬值后，外国企业在阿根廷的投资蒙受重大损失。据不完全统计，仅西班牙企业在阿根廷的投资损失就在数十亿美元左右。拉美企业在阿根廷的投资不仅账面资产直接缩水，而且导致生产和市场需求急剧萎缩，投资回报率也大幅下降。

新自由主义发展模式受到质疑。阿根廷长期奉行贸易自由化、经济市场化和国企私有化的新自由主义发展模式，走过了一段光辉历程后，弊端暴露无遗。高速经济增长，却贫富悬殊加大，金融体系抵御风险能力削弱。阿根廷金融危机的对外影响最



直接的表现，主要是对拉美其他国家的影响。但阿根廷给广大新兴市场国家的改革开放提供了经典的“实验教材”，引起人们对自由化的反思。

究竟什么失灵了?

无论此前阿根廷的经济发展取得了多高成就，当“别为我哭泣”萦绕天空，冷酷的金融危机发生了，昔日应有尽有的阿根廷突然间变得一无所有，并成为世界上有史以来最大的“倒账国”。这到底是新自由主义失灵还是阿根廷政府失灵?

有人把僵硬的货币体制说成是罪魁祸首，也有人说这是实行新自由主义经济模式的必然结果，还有人说是因为阿根廷政府实行了不负责的财政政策。也有人认为，金融市场的大动荡是由于一系列因素导致投资者对阿根廷经济前景丧失信心的结果。阿根廷金融危机原因复杂，但主要还是在新自由主义经济发展模式的引导下，多年积攒并不断恶化的经济和政治问题，加上外部恶劣的国际形势以及苛刻的不利条件共同所致。

阿根廷政府奉行新自由主义，在经济上实行“三化”。自由化，即认为自由是效率的前提，“若要让社会裹足不前，最有效的办法莫过于给所有的人都强加一个标准”；私有化，即认为私有制是人们“能够以个人的身份来决定我们要做的事情”，从而成为推动经济发展的基础；市场化，即认为离开了市场就谈不上经济，无法有效配置资源，反对任何形式的国家干预。在这种思想控制下，政府对经济发展采取自由放任态度，而在政府意识到问题症结、试图干预时，却由于“政府失灵”、“金融主权失灵”等原因，加剧了危机的负面影响。



金融开放与资产掠夺

1997年亚洲金融危机爆发之后，曾有美国媒体将其归咎于政府干预过多，存在着管理不善和“裙带资本主义”，它就是我们所说的“裙带现象”。但是，阿根廷是公认的全球化、私有化楷模，美国的高官还亲自推荐阿根廷金融改革，以同样说法解释危机未免牵强附会，人们难免怀疑金融危机的真正原因是否同全球化和金融自由化有关系。

经济学家斯蒂格利茨曾尖锐地指出，“国际货币基金组织倡导的全球化结构调整改革，最终总让发展中国家落入地狱般的经济困境。这种新自由主义全球化分为若干步骤，其中第一步就是私有化，更准确地说是腐败化。”发展中国家的工业化很大程度上依靠国有企业，私有化直接意味着削弱民族工业的实力，逐步丧失战略性行业和经济命脉的控制权，丧失同国际资本讨价还价的筹码和谈判能力，最终丧失经济主权，被迫接受种种苛刻条件。由于普遍存在着严重腐败，私有化往往演变成了外国化和腐败化，巨大的社会财富源源不断流失海外。阿根廷推行全球化、私有化以来，尽管出售国有企业获得300亿美元收入，但政府债务反而大幅度增长，同期的外债总额猛增了1200多亿美元。

新自由主义全球化的第二个步骤，就是金融领域和资本市场的自由化。伴随着发展中国家推行私有化，逐步丧失民族经济实力和谈判能力，国际资本就会提出越来越苛刻的要求，逼迫发展中国家开放战略性行业，其中最核心的就是金融领域自由化，向外资开放银行业和证券市场，这样国际金融资本就享有充分自由，能够不受约束地迅速流入、流出，随意操纵金融、证券和外汇市场，炒作各种金融泡沫并谋取投机暴利，直接威胁发展中国

家的金融体系稳定。

阿根廷开放战略性产业的投资后，外资进入银行业的速度非常之快。1992年，阿根廷由本国控制的银行资产在全部银行资产中占压倒优势的82%，外国资本控制的银行资产仅占12%；但到了1997年，本国控制的银行资产下降到了48%，外国资本控制的银行资产则上升到52%，外资银行比重短短5年中迅速增长了4倍多，位居拉美国家银行业开放程度之首。但是，阿根廷政府对于外国控制银行业的趋势丝毫不加担忧，继续鼓励扩大开放。阿根廷民众和企业也纷纷将存款转向资本雄厚的西方跨国大银行。

从1997年至2001年间，阿根廷本国控制的银行资产比重进一步从48%萎缩至33%，外国资本控制的银行资产比重则从52%进一步增长至67%，已在阿根廷银行业占压倒优势。截至2001年，阿根廷10家最大的银行中，外资控股的银行占了8家，包括花旗银行、纽约银行、波士顿银行等著名美国大银行。外资银行能够全面经营阿根廷比索和美元业务，阿根廷经济出现了日益加深的美元化趋势，美元流通扩大存贷款业务不断增长，货币局和联系汇率制削弱了金融主权，阿根廷政府逐渐丧失了金融调控能力，难以利用金融杠杆刺激经济发展，外债迅速增长，出现了金融失控的局面。

阿根廷爆发金融危机之后，阿根廷警方在联邦法院的授权下，对外资银行进行了30多起突击搜查，搜查重点针对一些著名西方跨国大银行。阿根廷联邦法院和议会的调查表明，这些外资银行涉嫌违法的滥用资金和资本外逃，将阿根廷民众300亿美元存款转移海外。其中一件特别可疑的资本外逃案件发生在2001年11月末，有385辆装甲卡车将数十亿美金通过布宜诺斯艾利斯的国际机场运往美国，还有大量资金运往乌拉圭和巴拉圭等其他国家，这些国家一般都金融监管松弛，属于著名的全球金融洗



钱中心。

阿根廷联邦法院怀疑存在着内外勾结，授权警方突击搜查了阿根廷中央银行，收缴了大量文件、计算机磁盘等等，调查履行金融监管失责的问题。调查表明，资本外逃的 300 多亿美元中，有 200 亿美元发生在政府酝酿实行金融监管的时期，政府正式宣布资本外汇管制之后，仍然有 100 多亿美元资金外逃，有许多证据确实表明有人内外勾结协助外资银行逃避监管。阿根廷前经济部长卡瓦略涉嫌被捕，其中一项罪名就是“经济颠覆罪”，同时涉嫌的还有前政府的重要内阁官员。法院还逮捕了尼加斯银行的总裁罗姆，他同阿根廷前总统梅内姆的关系密切，除了涉嫌资本外逃和洗钱的指控外，还卷入了著名的国际信贷银行丑闻。由此可见，阿根廷腐败官僚买办阶层的形成，是最终酿成历史上最严重的金融危机，造成阿根廷民众惨重损失的重要原因。

阿根廷议员马里奥曾在一次记者招待会上指出，前经济部长卡瓦略在美国的支持下，做出了类似殖民地的货币制度安排，西方财团同阿根廷的少数富翁勾结，通过高利率的外债、国债等形式进行掠夺，金融开放和外资银行提供了资本外逃渠道，10 年来向海外输出了 1300 多亿美元财富。阿根廷议会还向美国参议院调查委员会提供了一个花旗银行涉嫌洗钱的证据文件，指出花旗银行曾帮助阿根廷腐败官僚通过洗钱将大量资金转移海外账户。

西方银行和国际货币基金组织向阿根廷政府施加压力，要求阿根廷政府废除反经济颠覆法，令外资银行的资本外逃合法化，让涉嫌经济颠覆罪的人免予起诉，并将被冻结的阿根廷民众的美元存款通过债务转换的方式改由阿根廷政府用比索国库券来偿还。西方曾鼓吹私有产权制度优越，诱迫阿根廷推行大规模的私有化，如今却公然侵犯阿根廷民众私人存款，还以缺少公共财产抵押品为理由，拒绝向阿根廷政府提供贷款援助。这种前后相互矛盾的行为，究其原因，还是为了自身的利益。阿根廷政府欠有

1000多亿美元外债，由于卖光国企丧失税源和经济调控能力，又没有公共财产抵押品作为谈判筹码，难以获得西方的进一步贷款援助。国际货币基金却没有对症下药，一方面要求阿根廷政府削减开支，另一方面逼迫其承担存款债务，进一步加重其财政负担。阿根廷政府只能在夹缝中生存。阿根廷政府表示愿意废除反经济颠覆法，接受削减开支和债务转换等要求。政府的做法损害了人民利益，民众不断上街游行抗议，阿根廷最高法院畏于民众强大压力，2002年2月1日就阿根廷存款人的申诉做出裁定，宣布政府冻结公民银行存款的规定违宪。最高法院的裁决认为，政府关于限制公民提取银行存款的法令，违反了宪法有关保护私有财产的规定，也违反了美洲国家人权公约。阿根廷政府则认为，这一裁决的后果严重，可能导致国家陷入无政府状态。

其实，阿根廷金融危机蒙受损失最大的主要是中产阶级和资产阶级，他们曾对经济全球化抱有浪漫幻想，为外资流入的短期繁荣欢欣鼓舞，漠视蓝领中下阶层遭受的痛苦，没想到如今灾难也降临到自己头上。阿根廷的学者特别是经济学家曾经迎合潮流宣扬新自由主义，抨击民族保护主义，为私有化出谋划策，现在大多数也沦为金融危机的受害者。阿根廷昔日被赞誉为全球化成功楷模，如今却是令人震惊的全球化失败案例，由此触发了拉美反全球化的新浪潮。

阿根廷金融危机虽已过去，但危机的伤痕却依稀可见。到目前为止，阿根廷的市场尚未繁荣，阿根廷奇迹再也没有出现。这场危机对许多尤其是经济基础和内外经济政策与阿根廷相近或相似的新兴市场国家（发展中国家）来讲，阿根廷金融危机留下的教训非常深刻。

"这是一个世纪才会发生一次的危机"。

——国际著名经济学家，美联储前主席格林斯潘

第十四章
美国金融海啸
(2007年4月至今)

TOUSH





“贪婪就是美德”，电影《华尔街》中这句著名台词曾轰动全球，它是华尔街大亨们的真实心声。华尔街是个神奇的地方，它点石成金，聚集了世界大部分财富，成就了巴菲特、索罗斯等众多的亿万富豪，但正是这片财富的乐土却在 2008 年引发了一场百年不遇的金融海啸，将全球经济拖入深深的低谷。

对此，有评论形象地指出，华尔街一端是标志性的巨大铜牛，另一端则是 17 世纪的教堂和墓地。两端之间，步行只要十几分钟，从牛市的天堂坠入地狱般的谷底，也会如此短暂而猝不及防。

由于世界经济一体化程度的不断加深，这场发端于美国华尔街的金融危机正如洪水般涌向世界各地，疯狂的破坏和吞噬着各国的金融市场和实体经济，成为继“大萧条”之后最严重的一次全球经济危机。世界各国被迫采取诸多措施奋起反击，时至今日，对这场金融海啸的顽强抗战仍在继续……

从“华尔街的宠儿”到罪魁祸首

追根溯源，这场肆虐全球、危害巨大、影响深远的金融危机竟是由一种名为“次级房贷债券”的金融衍生品引发的。在全球经济联系如此紧密的今天，这种现象也并非不可理解，毕竟亚马逊河的一只蝴蝶扇动翅膀，就可能会在太平洋掀起一场龙卷风。危机爆发后，众多专家学者认为，金融衍生品的过度创新和泛滥是这次金融危机的罪魁祸首。

金融衍生品是在传统的金融体系中派生出来的投资、交易工具。它的价值依赖于基础资产如房地产、大宗商品等价值变动的合约。合约就是交易的买卖对象或标的物。合约一般有两种：即标准化的与非标准化的。标准化合约是指其标的物（基础资产）

的交易价格，交易时间，资产特征，交易方式等都是事先确定而标准化的，因此这类合约大多在交易所上市交易。如期货、权证等。非标准化合约意思是以上各项内容由交易的双方自行约定，具有很强的灵活性，比如远期协议等。

金融衍生品一直是华尔街宠儿。金融衍生产品交易专业性很强，运用保证金的杠杆比例是博弈的关键。杠杆率越大，风险也越大，当然利润也越大，诱惑也越大。

在公开的市场上，金融衍生品的交易采用的是保证金制度。投资者交易时所需的最低资金只需满足基础资产价值的某个百分比。即可以少博大，它是衍生品市场制度的核心内容之一。金融衍生品在交易所交易时采取“逐日盯市制度”，也称每日结算制度。每个交易日结束之后，通过逐日盯市，如果发现交易过程中的保证金比例低于维持保证金比例，那么交易方将收到追加保证金通知，如果投资者没有及时追加保证金，其将被强行平仓即原先买入的就卖出，原先是卖出的就买入)，不能参加下一交易日的交易。由此可见，金融衍生品交易具有极高风险，但是也会有极高收益。高风险、高收益是金融衍生品最明显的特征。

从上述金融衍生品的特性，就不难理解它为何会受到投资者和投机者青睐。就世界范围而言，1989 年到 1995 年的 6 年间，金融衍生产品市场规模扩大了 5.7 倍。美国是全球交易所金融衍生品交易的主要市场，交易量占世界的一半甚至还多，可见次贷衍生品危机爆发在美国，是绝非偶然的。

都是“次级房贷债券”惹的祸

次级房贷债券正是这样一种金融衍生品。这一当初不显山露水的“次级房贷债券”引发了 2007 年美国的“次贷危机”最终



掀起了金融海啸。

掀起巨浪的次贷危机，又称次级房贷危机，它是一场发生在美国，因房地产泡沫破灭，次级抵押贷款机构破产倒闭引发次级债券衍生品市场资金链断裂，市场崩盘的金融危机。危机的传染性极强，引发连锁反应，全球主要金融市场普遍出现流动性不足，最终在2008年9月中旬迅速升级、演变为冲击全球的金融海啸。

在金融信息化快速发展的今天，金融工具创新得到了巨大发展，成为许多金融机构盈利的重要引擎。金融工具创新速度过快，质量参差不齐，相应的政府监管严重滞后，给整个金融行业带来意想不到的恶果。这一点在欧美发达国家尤其在美国极其突出。

美国拥有十分发达的房屋抵押贷款体系，为了提升回收贷款的可能性，避免呆、坏账的出现，美国金融机构根据贷款人信用状况，制定不同的贷款条件。房屋贷款人依照信用水平，贷款被分为三个等级：优级贷款、近似优级贷款和次级贷款。在这三个等级中，次级贷款违约风险最高。这类贷款人一般为经济收入和受教育水平较低、信用状况不佳的家庭和个人，金融机构对这些人发放房屋贷款的行为十分谨慎，所以贷款利率也最高。

按照正常分析，美国金融机构的这种做法比较稳妥，它能够很好地规避不良贷款所带来的风险。但这种精心设计的借贷体系无法避免本世纪以来最大金融风暴。究其根本在于金融工具创新过快而缺乏相应政府监管。金融机构为降低、转嫁风险和迅速地回笼资金，便通过金融创新，将这些次级房贷以票据或证券产品形式在抵押二级市场上打包出售。打包就是精心包装，而且还不至一层，金融机构利用一些不负责任的信用评级公司对其伪装评级，就是其中的一层包装；而“高利息、高回报”更是另一层诱人的包装。

在美国，房地产一向被认为是优良的投资品，是抵御通货膨胀的最佳工具。这些打包后的次级房贷债券很容易出售，而且美联储为了遏制网络科技股泡沫破灭引发的经济衰退，自2001年开始实行的低利率政策，并连续10多次降息，这么长时期的低利率宏观背景，引发了房地产价格的迅速飙升，次级房贷衍生类金融产品收益惊人，成为当时美国金融市场上最受追捧的产品。所有这一切必然推动次级房贷债券的广泛发行。

当时，很多金融机构降低条件，极力动员、诱惑低收入者贷款购房。

“美国没有抛弃你，你有权利过上中产阶级的生活!”、“贷款购置房产吧。”、“失业、没有收入保障没关系，你可以享受零首付贷款。”、“如果还贷的压力，影响到你的生活，可以选择一个时期内只需支付利息，贷款的本金以后再陆续支付的优惠方案。”、“如果很不幸，到还贷期你仍然没有摆脱经济上的窘境，那也大可不必担心。”、“要知道，那时的房价已大幅度上涨了，局面将变得很主动，你有多种选择，用涨价后的价格转售出去，你将成为最大的受益者。”

这是当时美国房贷机构和金融公司惯常的推销用语和推销模式。

就这样，不仅众多低收入的民众，甚至连一些生活窘迫，衣食难保的穷人也加入到了这个行列，他们始终也没搞明白，“伊甸园”离他们怎么这么近。

在当时，众多的房贷等金融机构，把次级房贷“资产”层层打包，精心推介，然后通过证□的形式转卖给美国及世界各地的机构投资者。那么众多机构接棒者的决策逻辑是什么呢？因为按照以往的经验，次级贷的投资回报是最高的，只要房地产价格在涨，即使出现还贷危机，由于房产抵押的增值因素，任何风险似乎都可以化解。另一方面，大多数投资机构对金融衍生产品的风



险性认识不清，而某些不负责任的信用评级也障了他们的眼。

次级贷款证券化的飞速发展，使金融机构可以通过出售信贷资产组合，迅速获取低成本资金，反过来进一步推动了次级贷款的恶性膨胀。至此，形成了巨大的世界范围金融衍生品的黑洞。

次级贷款诱发了金融创新工具的扭曲发展，次级房贷出现了问题势必影响到二级债券市场运行。资产支持证券的反复衍生和杠杆交易，实体经济的波动（如房地产市场价格的波动）将使这些信用衍生品市场及相关的金融市场产生难以预料的风险。实际情况就是这样，到了2006年由于美联储连续多次对美元加息，美国国内房地产价格下跌，作为次级房贷的抵押品——房屋的价值迅速缩水，贷款违约、呆坏账剧增，并迅速引发二级债券市场的大幅震荡，使欧美以及澳洲等许多金融机构都出现了严重的财政危机，信贷业务出现全球性收缩。全球金融市场的系统风险急剧增加。

拥有150多年历史的美国投行巨头雷曼兄弟公司，因投资次级房贷产品不当蒙受巨额资金损失，负债高达6000多亿美元。以致它的股价狂跌不止，最高已经跌去了95%。面对如此局面，公司苦苦寻找解困之策无果，而美国财长鲍尔森“态度默然”，无意解救。2008年9月15日，享有盛名的雷曼兄弟公司宣布申请破产保护，金融帝国一夜之间轰然倒塌。两万多名职员瞬间面临失业、再择业的境地。同样遭遇困境的美林公司和贝尔斯登公司被收购，华尔街众多投资银行哀鸿遍野。受此影响，美国乃至全球金融市场迅即发生了异乎寻常强烈“地震”，次贷危机全面升级为整个美国的金融危机，并演化为一场全球性的金融海啸。

这次金融海啸更深层的国际影响，则是各国早期对通胀的担忧被对紧缩的恐慌所取代。债务违约和资产价格下滑，将给各国经济构成恶性循环的连锁压力，导致银行经营困难，企业获得贷款难度大增，最终不得不更多采用裁员、减产等极端手段渡过难

关，从而导致经济进入全球通缩时代。各国尤其各新兴国家的央行将面临非常严峻的挑战：一方面，这些国家经济的长期过热，让他们不敢对通胀掉以轻心；另一方面，雷曼兄弟破产事件将导致的全球性通缩危机，又让他们在抉择本国利率政策方面遭逢进退两难的窘境。

助纣为虐的信贷违约掉期

这次金融海啸中，另一种名为“信贷违约掉期”的热词越发受到关注，它是新出现的金融衍生产品，其实就是一种具有保险性质的合约。

这种合约最早源自美国的金融市场，它的出现满足了美国发达的衍生品市场的需要。金融产品天生就有风险性，金融资产信贷的债权人通过这种合约将债务违约风险转移。购买信用违约掉期合约的一方为买家，承担风险的一方为卖家。按照合约规定，买家向卖家支付“保险费”，而一旦发生债务人违约，卖方承担买方相应的资产损失。

信用违约掉期在美国金融市场推出后，发展迅猛，它既解决了信贷债权人的风险问题，也为风险承担者的卖方如保险公司、投资银行、商业银行甚至对冲基金提供了获取利润的新空间。美联储2008年3月的数据显示，美国商业银行签订的信用违约掉期合同金额高达62万亿美元。如果加上其他金融机构的合同金额，其数额真有足够大的想象空间了。

追逐利润的贪婪，使金融家们的头脑在发热，所有的金融产品在发热，华尔街在发热。此时的信用违约掉期合约，规避风险的光环早已暗淡，它已成为合约买卖双方的对赌工具。他们赌什么呢？赌的就是信用违约事件能否出现。

实际上，华尔街金融海啸，因次级房贷机构破产倒闭引发，信用违约掉期合约的卖方金融机构也陷入了深深的危机，它们的赌注失算了。后被摩根大通收购的著名投资银行贝尔斯登，它涉及的信用违约掉期合同金额就高达 13 万亿美元之巨，可见这次金融危机的严重程度和涉及的层面之广。

这次必须全球都一起动了

2007 年 4 月，以美国第二大次级房贷公司——新世纪金融公司破产为标志的次贷危机，由房地产市场蔓延到信贷市场，从金融层面传导到实体经济层面，如今已经名副其实地演变成格林斯潘所言的“一个世纪才会发生一次的危机”。这场危机波及范围之广、冲击力之强、连锁效应之快，前所未有。危机带来的恶果，目前已经远远超出绝大多数人的预想。越来越多的经济学家都认为，世界正在经历 1929 年以来最严重的经济危机。面对这场百年一遇的“金融海啸”，无论美国、欧洲、日本还是中国等世界上举足轻重的主要国家都采取了一系列积极应对措施，踏上了艰难的抗击金融危机的道路。

实行宽松的货币政策。当经济状况不佳，实行相对宽松的低利率政策可以促进贷款和投资额的增加，提升普通消费者心理预期和消费支出，从而有效地遏制经济形势的进一步恶化并使其快速回升。为了应对这场金融海啸，美联储采取了定量宽松的货币政策，动用了 2001 年 9 月后从未启用过的紧急降息政策——多印纸币，这种政策也为欧洲和日本采用。

努力扩大内需。在经济陷入危机的时候，任何政府都会采取扩大内需的政策，消费者无疑成为了国内购买力的主体。提升消费者的经济预期，增强其购买欲望，对于经济的快速、平稳回升

起着至关重要的作用。为应对此次金融风暴，各国政府也积极动用扩增内需政策，效果显著，如美国政府制定一项总额达7890亿美元的经济刺激计划，该计划迅速在国会通过。该计划内容涉及基础设施、教育、医疗体系和互联网等领域的投资，这其中还包括高达3000亿美元的减税方案。

大规模向金融机构“输血”。除制定宽松的货币政策外，各国政府还向金融机构大量输血，以缓解金融行业尤其是银行业的财务危机，美国政府在前总统布什的敦促下，通过了7000亿美元的“不良资产救助计划”，目的就是要通过购买银行的不良资产来增加其流动性，以便改变岌岌可危的信贷体系。而欧洲央行承诺取消贷款上限以增加市场流动性。另外，在德、法两国的带领下，欧元区各国已经承诺向当地银行业注资1.7万亿美元；德国政府批准了一项价值5000亿欧元的银行业救助计划；英国政府随后也推出总额高达5000亿英镑的一揽子大规模救市方案；法国推出3600亿欧元的融资计划。而俄罗斯和日本也采取紧急注资的手段稳定本国的金融市场进行：如俄罗斯就向其本国的金融市场紧急注资4.750亿卢布；日本央行则向其国内短期金融市场注资2万亿日元。注资措施稳定了这些国家的金融机构，遏制了实体经济的恶化，提升了投资者和消费者心理预期，为经济的复苏和再次繁荣打下基础。

将银行实施“国有化”。与美国收购两房相仿，英国政府宣布以370亿英镑入股苏格兰皇家银行（RBS）、莱斯银行（Lloyd's Bank）等3家英国国内主要银行，变相将它们国有化，以重建各方对银行体系的信心；荷兰则收购富通银行在荷的业务；因金融海啸而面临国家破产的冰岛将其第二、第三大银行先后收归国有。实行国有化是西方国家在经济遇到衰退时采取的一种救市措施，目的是帮助关系到国民经济的大型企业不因经济危机而倒闭，从而避免了更大规模的经济动荡。



切实加强金融监管。次贷危机引发的金融危机，使各国政府进一步认识到金融监管的必要性和紧迫性。欧盟国家提出，必须对金融机构加强监管，把监管工作深入到各个环节。其他国家也都纷纷采取了基本相同的做法。

世界经济一体化进程的飞速发展使得各国联动效应大大增强，客观上要求各国在金融危机的应对上必须注重国际合作，协调各自的经济政策。毕竟在全球经济一体化的时代，一损俱损，谁也不能独善其身，只有齐心协力，共同出击，才能避免经济滑向无可救赎的深渊。

2008年11月15日，在华盛顿举行的20国金融峰会上，各国领导人进行了磋商，虽然存在巨大分歧，但对加强金融机构监管、改革国际金融体系和加强市场透明度等都取得了一致看法，这在抵抗金融海啸、促进世界经济稳定明显产生了积极的影响。

2009年6月，美国奥巴马政府正式公布了被联邦政府官员称之为“金融白皮书”的全面金融监管改革方案，白皮书指出，一切可能造成金融市场严重风险威胁的金融机构都必须受到严格监管。

这是自20世纪30年代“大萧条”以来最面面俱到的金融市场监管体系重整计划。这份长达88页的金融改革方案，重点强化了集中监管、扩大监管的范围和内容，拟成立专门的金融监管机构，以监视系统性风险。赋予美联储更大的权力，使其监管范围更加宽泛。赋予政府应对金融危机所必需的政策工具和手段，以解决某些金融机构“大而不能倒”问题。除银行控股公司外，对冲基金、保险公司等也将受到美联储的监管，以避免再次发生系统性的金融危机。

金融监管改革法案经朝野各方研讨、博弈，最终由众、参两院于2009年12月和2010年5月先后表决通过。这也将是上世纪30年代“大萧条”以来美国推行力度最大的一次金融体系改革。

后金融危机时代的动荡

2010年，金融危机对世界经济造成的创伤逐渐愈合，整体而言，世界经济开始艰难的恢复中。欧盟的经济刚有所缓和，但年初的希腊债务危机的爆发又震动了欧洲，金融市场再度陷入剧烈动荡，欧元遭遇自诞生以来最为严峻的挑战。

欧盟紧急采取应对措施，被迫联手国际货币基金组织，建立了7500亿欧元稳定基金以控制今后可能出现的突发事件。希腊正式沦为债务危机的第一个牺牲品，步入欧元区接受救助的国家行列。

但希腊刚刚缓解，爱尔兰在第四季度也爆发同样的债务危机，虽然爱尔兰也得到了欧盟的救助，但葡萄牙、西班牙等国的经济状况也令欧洲人极度地担忧，唯恐陷入可怕的连锁反应，使复苏步伐骤停。

美国经济虽有所改善，但仍然困难重重，2010年下半年，失业率居高不下，非农就业指数不振，经济回暖乏力。美国从自身的利益考虑，美联储11月推出新一轮的量化宽松的货币政策，又将启动印钞机。美国的政策在国际上遭到广泛批评和指责，这使美元进一步贬值，国际上的汇率争端也会一触即发。

而另一方面，美国的宽松的政策会对许多新兴经济体国家造成很大的冲击，这些国家的经济早于发达国家步入复苏阶段，经济过热和通胀威胁已悄然降临。中国2010年11月的CPI物价指数同比上涨5.1%，巴西、印度等国家的通货膨胀率也都超过了预定的区间，货币政策由宽松转为趋紧已是这些国家的必然选择，而防止热钱的流入也是重点应对的问题之一。

2011年世界经济在困难中艰难前行，但毕竟复苏已经开始。

中国的危机应对策略

在这场金融危机面前，中国作为全球经济“增长极”以及外向型主导的新兴经济市场不可能独善其身。世界金融危机大幅度降低我国外贸出口额度，对劳动就业增加了巨大负担，房地产、汽车等产业发展面临严峻的危机，对旅游业、金融业构成了较大冲击，使得海外资产价格缩水、投资收益下降、投资回收期延长，导致整个经济增长面临下滑和放缓的危险境遇。

面对国际国内经济、政治、社会改革开放的大背景和现实国情，中国提出“立足国内，把自己的事情做好，就是对世界最大的贡献”策略。2008年10月25日，温家宝总理在第七届亚欧首脑会议上表示，国际金融危机对中国金融和经济造成一定的影响，但中国前三季度GDP仍保持了9.9%的增长速度，他认为，这就是中国应对这场危机最重要、最有效的手段，也是对世界最大的贡献。

随后，中国政府向世界宣布：从2008年第四季度到2010年底，中国用于民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建领域的投资将增加4万亿元人民币。这些措施的实施，必将有力推动中国经济发展。中国经济平稳较快发展本身就是对维护国际金融稳定、促进世界经济发展的重要贡献。

世界传达的是中国的决心和勇气，让世界感受到的是中国的坚韧力量。

该项财政计划反映了中国政府决定采取“积极”财政政策和“适度宽松”货币政策来应对全球金融危机。中国的“4万亿元刺激计划”成为了经济领域谈论的焦点。国际社会给予了高度的赞扬，纷纷评价中国具有负责、高效和睿智的大国风范。一场抗危

机的宏大战役在中国大地全面展开。

备受瞩目的G20“金融市场与世界经济峰会”催生“全球合作救市”。而作为世界上最大的发展中国家和排名世界第一的外汇储备国家，中国的经济增长在很大程度上直接依赖于国际贸易的蓬勃发展。G20华盛顿峰会以后，中国一直在以实际行动兑现承诺：积极参与世界银行贸易融资计划；为区域多边开发机构发展贸易融资提供资金支持；推出双边贸易融资手段；签订双边货币互换协议，以共同维护地区经济金融稳定，便利双边贸易及投资发展。

面对金融危机的困难形势，中国出台和完善“保增长、调结构、促内需、推改革、惠民生”的一揽子应对措施，较快扭转了经济增速的明显下滑。2008年，中国经受了四川汶川大地震的重大考验，又成功地举办了北京奥运会。应当指出的是，受国际金融危机冲击，进入2009年，各种问题和矛盾充分显现，所以被认为是中国经济“最为困难的一年”。但应对危机的一揽子计划取得了比较满意的效果，2009年经济增长率9.2%，大大超过了预期。至此，中国经济自金融危机爆发以来呈现出一条经济学家们描绘的标准的“V”形反转，率先实现了经济的总体回升向好。

2010年，由于国内投资拉动，尤其是以美国为首的西方各国从自身的利益考虑，为摆脱经济低迷的阴影，实行定量宽松的货币政策大量印钞，虽然流动性得到了加强，但致使大量的热钱流入中国。进入二季度，中国GDP超过日本，成为全球第二，全年GDP总额397983亿元人民币，同比增长10.3%，但通货膨胀压力逐渐显现，中国面临着经济增长趋热，世界经济尤其是美国等发达国家尚未完全恢复的复杂局面中。

在风云变幻的世界经济环境中，中国政府更加从容，更加自信，十二五规划的制定，确定了今后五年经济社会发展的目标，为中国经济更好更快地发展奠定了坚实的基础。



共识与建议

这场全球性“金融海啸”的后果，人类有史以来最大规模全球性救市行动的效果，以及它们对世界和中国经济的深刻影响，还有待进一步观察和评估，但从目前看，它的教训和警示已然深刻，主要有以下几方面：

一是改革现行国际货币体系。金融海啸出现后，人们认识到，西方自由资本主义在金融监管方面存在严重失误，现有国际经济和金融秩序也显现出严重问题。在这其中，最引人瞩目的当属对改革国际货币体系的呼声了。

现行的国际货币体系本质上是美元本位制，美元具有主权货币和国际货币双重身份。美元的国际供给直接取决于美国的国际收支状况，也取决于美国国内经济政策和本国利益需求。这种货币体系缺乏国际约束和协调机制，容易导致美国滥用美元主导地位向外转嫁风险。在目前的国际经济环境下，美元的发行机制受到越来越多的诟病。

美国是这场全球金融危机的发源地，为了拯救本国金融行业及刺激经济，美联储采取了定量宽松货币政策，开动印钞机，不断向市场输入美元流动性。这导致了美元汇率近期的大幅波动，严重损害了持有大量美元资产的国家的利益。

为此，无论主权国家（除美国外）还是主流经济学家大都同意对现存国际货币制度进行改革。如欧盟国家希望彻底推翻世界现行货币体系，建立全新的第二代布雷顿森林体系。中国央行行长周小川则在 2009 年 20 国集团伦敦金融峰会开幕前夕发表了改革现行国际货币体系的观点，并专门撰文予以阐述。

而美国诺贝尔经济学奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨领导的一

个联合国专家小组也呼吁，使用一篮子主要货币，建立新的国际货币体系，应当成为重建国际货币体系中长期改革的一部分。他在回应周小川的建议时指出，"以国际货币基金组织特别提款权替代美元是改革的最快途径。"历史的车轮是不断前行的，此次金融海啸将国际货币体系的弊端暴露无遗，就像布雷顿森林体系的建立一样，新的、更健康的国际货币体系势必会逐步发展起来，也只有这样，才能够最大限度地避免类似此次金融危机的出现，推动全球经济的进一步发展。

二是全力提升公众信心。经济发展犹如航海，总与风浪结下不解之缘。市场如战场，经济兴衰，企业死活，都符合市场经济内在规律。经济危机给人们带来信心危机，信心危机对经济的打击甚至可能比经济危机的打击更大。"信心比黄金更重要"。这个信心不仅是政府的信心，更是国民的信心。国民越有信心，越会多投资、多消费，经济就会越来越好——这才是良性循环；相反，国民越没信心，就越不投资、也不消费，经济就会越来越坏，并导致恶性循环。

著名投资人巴菲特针对全球消费市场现状提出了担忧，他认为，消费者正处在恐慌和迷惑之中，"恐慌是非常容易互相传染的"。这会使企业正常经营无法得到保证，政府希望利用消费刺激经济的预期效应便无法达到，会进一步加剧经济危机。各国政府应积极努力采取措施全力提升普通消费者信心，通过刺激消费来拉动商品需求，从而促进经济发展、降低失业率。

三是积极维护金融市场稳定。面对次贷危机突袭，向来自称"市场经济规则捍卫者"的美国政府毫不犹豫地对金融市场进行直接干预，高调出手向市场投放货币，承担挽救倒闭金融机构的债务负担，稳定市场信心。这充分说明，世界上没有完全自由的市场经济。当一个市场需要运用政府行政资源强行扭转运行态势的时候，总是这个市场出现或处于严重危机之中，靠市场自身力



量很难疗治市场的创伤，政府必须及时有效地出手干预。

市场并不是万能的，不能过分相信“放任的自由经济”的“隐形之手”，即使是市场高度发达、市场主体高度成熟的美英等国，市场机制依然存有巨大漏洞。在当前全球金融动荡和自身金融市场制度不健全的内外环境条件下，新兴市场经济国家尤其要重视对金融市场安全稳定运行的监控、干预和救助。金融危机爆发后，中国政府陆续出台的一系列救市政策和举措，显然有助于资本市场恢复信心，有助于避免股市动荡对整个金融市场和实体经济造成伤害。

自由市场制度、凯恩斯主义：政府抉择的背后

次贷危机爆发以来，世人对“市场失灵”的认识重新被唤醒了，这在一定程度上意味着萧条经济学——凯恩斯主义经济学的复归。

众所周知，在 1929 年至 1933 年的经济大萧条中，美国通过“罗斯福新政”摆脱了危机；前苏联利用计划经济优势，快速发展经济，成为经济大危机中一颗闪耀的新星；而日本和德国则转向法西斯专政，转嫁国内危机，酿成第二次世界大战。从目前来看，金融危机与曾经的经济大萧条极为相似，银行工厂倒闭，众多工人失业，国家经济萎靡不前。

金融危机的发生，对政府的治理水平构成了巨大挑战。政府不得不通过一些快速而有力的举措拯救危机，拯救那些濒临破产的投资银行、商业银行、证券机构等关乎金融市场存活的金融机构，拯救关乎国家经济稳定和安全的房地产公司以及其他的大型企业，帮助大量失业的人群以及那些缺乏基本社会保障、嗷嗷待哺的社会弱势群体渡过难关等等。

此外，政府还必须深刻反思：一场危机所暴露出来的深层问题，这些问题到底是怎么来的？为什么有些问题历经一次又一次的金融危机依然存在？政府究竟应该通过什么途径，采取什么方案来解决这些问题？似乎永远有无穷多的亟待解决的国际国内的经济、政治与社会问题，似乎很难找到一个优越的治理体制或者治国救世的灵丹妙药。

一场围绕“市场失灵”与“政府失灵”关于危机爆发根源的争论还没有结束，另一场关于坚持“自由市场自我治理”还是采用“凯恩斯主义政府干预”的应对危机的策略讨论刚刚开始。这是一个关于国际范围内“自由市场制度”和“凯恩斯主义”的学术争论，也是金融危机背景下具体应对策略思考，又是一个社会信仰以及深层意识形态的分歧。

但无论怎样，为应对全球性的金融危机，各国政府、企业及社会民众都面临着重大抉择，尽管这个抉择因为历史传统、社会制度以及经济实力的不同而不同，但一个共同的选择就是合作与坚持。



参考文献

[1] [美] 金德尔伯格．疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史 [M]．朱隽，叶翔译．北京：中国金融出版社，2007.

[2] 宋鸿兵．货币战争 [M]．北京：中信出版社，2007.

[3] 郎咸平．郎咸平说：金融超限战 [M]．北京：东方出版社，2009.

[4] [美] 布鲁纳，卡尔．完美风暴：1907 大恐慌和金融危机的根源 [M]．董云峰译．北京：中信出版社，2009.

[5] 郎咸平．产业链阴谋 1：一场没有硝烟的战争 [M]．北京：东方出版社，2008.

[6] [德] 马丁，[德] 霍尔纳格．资本战争：金钱游戏与投机泡沫的历史 [M]．王音浩译，天津：天津教育出版社，2008.

[7] [美] 比特纳．贪婪、欺诈和无知：美国次贷危机真相 [M]．覃扬眉，丁颖颖译．北京：中信出版社，2008.

[8] [美] 希夫，约翰·唐斯．美元大崩溃 [M]．陈召强译．北京：中信出版社，2008.

[9] [美] 威廉·曼彻斯特．光荣与梦想（1932～1972 年美国社会实录）．朱协译．海口：海南出版社．2006.

[10] [美] 德塞．金融危机，蔓延与遏制——从亚洲到阿根廷 [M]．王远林等译．北京：中国人民大学出版社，2006.

[11] 陈文玲．从实物经济、泡沫经济和虚拟经济的关系看东亚金融危机爆发的必然性 [J]．世界经济，1998 (12)．

[12] 高海红．从东亚货币危机看汇率制度的选择 [J]．管理世界，1998(6).

[13] 朱民，方星海．货币危机、银行危机、宏观危机和政策危机——泰国金融风暴的因果、教训和预防 [J]．金融研究，1997 (11)．

[14] 许建春，鹿朋.30年代美国股灾的反思及对中国股市的启示 [J].经济界，2007 (6).
[15] 李维刚.对日本泡沫经济的再反思 [J].现代日本经济，2001 (2).
[16] 王春红.利率市场化与资本帐户开放：顺序安排与政策选择 [J].中国外汇管理，2000 (9).
[17] 林毅夫.东南亚金融危机的经验教训与我国的产业发展政策 [J].经济科学，1998 (2).
[18] 何杰.香港"八七"股灾与《戴维森报告书》[N].证券市场导报，1994 (Z1).
[19] [美] 凯塞·沃尔夫."美英如何诱导了日本的泡沫经济和银行危机" [J].当代经济科学，1998 (2).
[20] 张康琴.俄罗斯金融危机 [J].东欧中亚研究，1999 (1).
[21]《财政政策与产业政策》课题考察团.俄罗斯金融危机及其教训 [J].财政研究，1999 (1).
[22] 盛宏清.政府赤字与金融危机之间的关系——试析阿根廷金融危机 [J].拉丁美洲研究，2003 (2).
[23] 张志文.阿根廷金融危机的成因剖析和经验教训 [J].金融论坛，2002 (6).
[24] 牟益斌.墨西哥金融危机的成因分析及对我国的启示 [J].金融教学与研究，1995 (4).
[25] 江时学.论1994年墨西哥金融危机 [J].世界历史，2002 (6).
[26] C. Loser and E. Kalter: "Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth", IMF Occasional Paper, No. 99, 1992.
[27] Sebastian Edwards: "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?", World Economy, No. 1, 1998, p. 3.
[28] FASB. Statements of Financial Accounting Standard 157 FAIR Value Measurement [EB/OL]. www.fasb.org, 2007.
[29] AICPA. Business and Industry Economic Outlook Survey Q 12008 [EB/OL]. www.aicpa.org, 2007.

后　记

自 1637 年荷兰"黑色郁金香"至今，世界历史上发生过大大小小近百次金融危机，这些危机有共性也有特性，但无一例外都给整个世界经济带来巨大灾难。进入 21 世纪，经济全球化进程加速推进，世界经济一体化程度越来越高，各国金融市场稳定与否对全球经济运行的影响持续加深。

任何一国的金融市场出了问题都可能会给全球经济带来冲击。建立一个健康、繁荣、可持续发展的金融市场，成为各国政府必须高度重视和面对的现实问题。2007 年由次贷危机引发的全球经济危机，带给各国政府和人民强大的震撼，并促使人们苦苦思索问题的根源与应对的策略。

为了让社会公众对金融危机有更全面的了解，我们深入地透析了历史上 14 次重大金融危机——并以《世界 14 次重大金融危机透视》为题出版成书。本书编写工作从 2010 年年初开始，历时将近一年，因诸多事务耽搁，本书姗姗来迟。在此期间，同仁、朋友，给予我们很大支持与帮助，对本书的编写工作进行了悉心指导，提出了很多建设性意见，对此，我们深表谢意。

为了多角度、广视野、真实、客观地将这 14 次重大金融危机呈现给读者，书中引用了一些学者和著作的观点以及部分来自于官方或权威媒体的数据资料，但原引并没有一一列出，我们对

众多学者的前期辛勤劳动表示衷心感谢。因水平有限，书中观点和认识难免有一些纰漏和不足，敬请广大读者批评指正。

汪大海
2010年10月于北京师范大学